

# PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO



COMPENSACION  
Y LIQUIDACION  
DE VALORES  
MOBILIARIOS



OBRA SOCIAL DE LA CONFEDERACION ESPAÑOLA DE CAJAS DE AHORROS

El sistema financiero español vive hoy una situación de cambio. Su proceso de modernización y reforma ha dado origen a nuevas instituciones y a la alteración en su funcionamiento de muchas de las ya existentes.

Facilitar un conocimiento mejor del sistema financiero español en la actualidad constituye el propósito de los SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO de PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA.

Con tal finalidad, los SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO de PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA tratan de facilitar a sus lectores una contemplación de nuestra actual realidad financiera, analizando las principales instituciones que la integran, así como su operativa y funcionamiento. Ese estudio de las instituciones del sistema financiero español se complementará con la valoración de sus principales problemas, que trataremos de obtener de quienes conocen o dirigen diariamente sus actividades.

Aspiramos a que estas tareas se realicen en el marco de los principios que presiden la actuación de la Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

- Plena libertad intelectual de nuestros colaboradores.
- La responsabilidad de las opiniones emitidas y el respaldo riguroso de las afirmaciones realizadas para avalar adecuadamente tanto los planteamientos como las soluciones a los problemas estudiados.
- El compromiso de las opiniones con los problemas planteados por el sistema financiero español.
- La búsqueda y la defensa de los intereses generales en los temas objeto de tratamiento.
- La colaboración y sugerencias críticas de los lectores para que nuestros SUPLEMENTOS logren el propósito que con ellos pretendemos.

\* \* \*

P.V.P.: 2.300 ptas. (IVA incluido).

Pedidos e información:

Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social.

Obra Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros.

Juan Hurtado de Mendoza, 14. 28036 Madrid.

Teléfonos: 250 44 00/02

# PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

---

Suplementos sobre el Sistema Financiero

36

---

1991

---

# FUNDACION FONDO PARA LA INVESTIGACION ECONOMICA Y SOCIAL

## PATRONATO

BRAULIO MEDEL CAMARA <i>(Presidente)</i>	DIEGO FUENTES TALAVERA
JOSE JOAQUIN SANCHO DRONDA <i>(Presidente de honor de la CECA)</i>	JUAN CARLOS LOIDI ARREGUI
MARIANO NAVARRO RUBIO <i>(Presidente de honor de la Fundación FIES)</i>	JOSE LUIS MENDEZ LOPEZ
MIGUEL CASTILLEJO GORRAIZ	FERNANDO MODREGO VITORIA
LUIS CORONEL DE PALMA	JUAN ANTONIO NUEVO SANCHEZ
FRANCISCO FERNANDEZ JARDON	MARTIN OLLER SOLER
	GERMAN PEREZ OLLAURI
	CARLOS SISTIAGA COARASA
	AVELINO VILA OTERO

## CONSEJO DE REDACCION DE SUPLEMENTOS SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO

ENRIQUE FUENTES QUINTANA <i>(Director)</i>	FERNANDO GONZALEZ OLIVARES <i>(Redactor-Jefe)</i>
XABIER ALKORTA ANDONEGUI	JOSE LUIS MENDEZ LOPEZ
JUAN PEDRO ALVAREZ GIMENEZ	ANTONIO OTERINO DIEGO
JOSE ANTONIO ANTON PEREZ	JOSE LUIS RAYMOND BARA
ALFONSO CASTILLA ROJAS	MATEO RUIZ ORIOL
JUAN RAMON CUADRADO ROURA	JOAN TORRES PICAMAL
JOSE LUIS DE ECHARRI GONZALO	EMILIO TORTOSA COSME
CARLOS EGEA KRAUEL	JUAN LUIS URANGA SANTESTEBAN
JULIO FERNANDEZ GAYOSO	VICTORIO VALLE SANCHEZ
JOSE GARCIA LOPEZ	JOSE MARIA VARGAS-ZUÑIGA Y LEDESMA
JOSE MANUEL GONZALEZ-PARAMO	DIEGO VEGA LA ROCHE
JUAN JOSE GRAVALOS LAZARO	JOSE VILARASAU SALAT

## Coordinación gráfica

María Elena Leguina Vicéns

## Portada

Bravo-Lofish

## Diagramación

José Luis Alvarez Duque

## Edita

Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social  
Obra Social de la Confederación Española de Cajas de Ahorros  
Padre Damián, 48. 28036 Madrid

## Imprime

Artes Gráficas Benzal, S. A.  
Virtudes, 7. 28010 Madrid

Depósito legal: M. 402.—1980  
ISSN: 02 12-5994

---

---

## SUMARIO

- Introducción. *Raimundo Ortega*. **5**
- Servicio de compensación y liquidación bursátil: génesis de un proyecto ambicioso. *Fernando Ramírez*. **17**
- Evolución histórica y reforma del sistema de liquidación de las operaciones bursátiles. *José Luis López de Garayo y Gallardo*. **23**
- Evolución hacia la anotación en cuenta. *Agustín Márquez Dorsch*. **33**
- El sistema de anotaciones en cuenta desde una perspectiva jurídica. *Manuel Mendoza Villar*. **46**
- El riesgo en la compensación y liquidación de los mercados financieros. *Miguel Pellicer*. **56**

## DOCUMENTOS

- Informe de la Comisión mixta para el estudio de los problemas del sistema de liquidación y compensación de las operaciones en Bolsa (agosto 1986). **73**
- Informe del Grupo de los Treinta. Sistemas de compensación y liquidación en los mercados mundiales de valores (marzo 1989). **77**
- Grupo de los Treinta. España: Informe de situación (primavera 1990). **92**
- Grupo de los Treinta. España: Informe de situación (finales de 1990). **96**
- RELIT: el nuevo sistema de compensación y liquidación de la Bolsa de París (mayo 1991). **100**
- Bolsa de Londres. El Proyecto Taurus: un sistema de liquidación para los años noventa (marzo 1990). **106**
- Banco de la Reserva Federal de Nueva York: compensación y liquidación del mercado de euro-valores (marzo 1989). **117**
- Banco de Pagos Internacionales: Informe sobre sistemas de compensación (febrero 1989). **122**

## APENDICE LEGISLATIVO

- Decreto 1128/1974, de 25 de abril, por el que se establece un sistema de liquidación y compensación de operaciones en Bolsa y de depósito de valores mobiliarios (*BOE* del 29 de abril). **135**
- Orden de 20 de mayo de 1974, para aplicación y desarrollo del Decreto 1128/1974, de 25 de abril, que establece un sistema de liquidación y compensación de las operaciones en Bolsa y de depósito de valores mobiliarios (*BOE* del 29 de abril). **137**
- Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (*BOE* núm. 181, de 29 de julio). **143**
- Propuesta de Real Decreto sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles (junio 1991). **146**

## OPINIONES

- «Hacia la gran agilización de la Bolsa».  
*Ana Isabel Pereda*. **169**
- Anibal Sánchez Andrés*, Consejero de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. **171**
- Manuel Pizarro Moreno*, Presidente de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid. **174**
- José Serna Masiá*, Presidente de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Barcelona. **178**
- José Luis Marcaida*, Presidente de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Bilbao. **180**
- José Samper Reig*, Presidente de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valencia. **182**
- Agustín Garmendia*, Consejero-Director General de Norbolsa. **185**
-



# INTRODUCCION

Raimundo ORTEGA

## UN ASPECTO DESCONOCIDO

Que la compensación y la liquidación hayan sido, tradicionalmente, las fases menos conocidas y estudiadas de la negociación bursátil no es fácil de explicar. Ciertamente que llevan aneja siempre una complejidad técnica que les priva de atractivo, y es indudable, además, que el proceso de formación de precios ha tenido siempre mayor relevancia teórica y financiera.

Pero ese olvido no dejaría de resultar extraño salvo que, torcidamente, se admitiera que el silencio se explica, sobre todo, por el convencimiento de que la discreción es el mejor sistema de mantener en la trastienda los beneficios que a algunos agentes de los mercados financieros y bursátiles les ha supuesto el deficiente funcionamiento de los intrínsecamente complejos mecanismos de compensación y liquidación.

En todo caso, durante la década de los años sesenta y primeros de los setenta, las deficiencias técnicas del mercado bursátil español culminaron en el auténtico colapso experimentado por los sistemas de compensación y liquidación existentes, hasta el punto de que la recién creada Dirección General de Política Financiera invitó, en 1972, a un grupo de expertos de la Securities and Exchange Commission (SEC) y de la Bolsa de Nueva York a visitar España y elaborar un informe sobre la situación de nuestro mercado bursátil. Dicho informe resaltó la imposibilidad de continuar con los sistemas de compensación y liquidación entonces al uso y recomendó su sustitución inmediata. La consecuencia fue la implantación, en 1974, del llamado «nuevo sistema de liquidación». Ese sistema reposaba en la fungibilidad de los títulos-valores, el intento de conseguir la máxima inmovilización de aquéllos en las entidades depositarias, la compensación periódica y multilateral de los movimientos

de títulos debidos a la contratación bursátil y la creación de un organismo técnico —el Servicio de Coordinación de las Bolsas— encargado del control informático de los depósitos y de las numeraciones de los títulos valores.

El «nuevo sistema de liquidación» resultó un éxito, pero contenía en sí mismo los gérmenes de su propia incapacidad: exclusión de los títulos nominativos —fundamentalmente los bancarios— del sistema, inmovilización incompleta y adjudicación exclusiva de su gestión a una sola de las partes interesadas —las Bolsas de Comercio—, lo cual creó una cierta sensación de malestar tanto entre las entidades depositarias —Bancos y Cajas— como entre los emisores de los títulos valores.

Pero, en todo caso, las reformas y mejoras en los procesos de compensación y liquidación han estado siempre ligadas a la imposibilidad de mantener una situación que amenazaba con colapsar el mercado en cuestión o, lo cual es más inquietante en los tiempos actuales, con desviar no ya esas fases concretas, sino la propia contratación a mercados que hubieran sabido resolver con mayor eficacia la entrega de los títulos a cambio de la recepción de su precio en dinero. Nuestro país es un buen ejemplo de ese tipo de reforma, debida a la presión de los acontecimientos.

Fue la creciente importancia de la inversión extranjera en España la que puso de relieve, a mediados de los años ochenta, el papel clave que para esos inversores desempeñaba una liquidación rápida y sin riesgos de las operaciones contratadas. Así pareció comprenderlo el Ministerio de Economía y Hacienda que, mediante una Orden de fecha 19 de noviembre de 1985, encomendó a una Comisión Mixta la elaboración de un informe sobre la situación del Sistema de Liquidación y del Depósito de Valores Mobiliarios.

Las conclusiones y recomendaciones de la Comisión —comentadas por Fernando Ramírez en su

colaboración a este número de *Suplementos*— no fueron, desgraciadamente, llevadas a la práctica. Pero en todo caso han constituido un valioso antecedente para la gran reforma establecida por la Ley del Mercado de Valores (LMV).

## COMPLEJIDAD Y RIESGOS DEL PROCESO

Como es bien sabido, la compensación y la liquidación constituyen las piezas finales del proceso de compra-venta característico de todo mercado bursátil y, por ende, de todo mercado financiero. Se inicia, por así decirlo, cuando se ha completado en firme la contratación del activo financiero en cuestión, y concluye cuando el vendedor del mismo ha recibido el efectivo y el comprador tiene en su poder el activo en cuestión.

Técnicamente, la primera fase de la compensación y liquidación consiste en la *comprobación*, generalmente por parte de los agentes especializados miembros del mercado en el cual se intercambió el activo, de todos los detalles identificativos del activo vendido por el uno y comprado por el otro, al objeto de detectar y corregir posibles errores. Es importante que esa *comprobación* sea llevada a cabo cuanto antes de fin de permitir que las dos fases siguientes —la *compensación* de los distintos saldos contratados y su *liquidación* final mediante el intercambio de los activos por efectivo— se efectúen en el plazo más breve posible, minimizando de esta forma los riesgos implícitos en ese proceso.

Realizada la comprobación, se procede por los miembros del mercado en cuestión —en nuestro caso el bursátil— a la *compensación*; es decir, a la reducción a saldos netos de los saldos o posiciones brutas de los activos que habrán de liquidarse. En un principio, cada miembro del mercado compensaba —o «neteaba», por utilizar el término técnico— los saldos brutos correspondientes a las operaciones contratadas con cada uno de los restantes miembros del mercado, permitiendo así llegar a los saldos netos a liquidar con cada uno de ellos. El procedimiento fue sustituido por procedimientos que transforman los saldos brutos de la contratación de cada miembro del mercado con los restantes en conjunto en un saldo neto y les permite efectuar una sola liquidación con el resto del mercado. Bien es cierto que ello sólo resulta posible por la existencia de una cámara de compensación que toma a su cargo la transformación en netos de los saldos brutos. Es evidente que la existencia de esa cámara reporta sustanciales ventajas a todo el proceso de liquidación, al reducir

los riesgos adoptados por sus miembros hasta el punto que, combinada con las oportunas garantías, asegura a las partes la perfecta liquidación de la operación contratada.

La *liquidación* constituye el último paso en el proceso de compensación y liquidación. Establecidos en la compensación los saldos netos de cada miembro del mercado, se ha de pasar a su liquidación mediante las correspondientes entregas de efectivo y de valores. Son fundamentales las notas de simultaneidad y vinculación con objeto de reducir los riesgos de que una de las partes incumpla su obligación —entregar el efectivo o los valores—. Fácilmente se comprenderá que, en mercados con volúmenes elevados de contratación, el riesgo de liquidación será tanto menor cuanto más frecuente sea el plazo en el cual aquélla se lleva a cabo. Esta razón ha aconsejado abandonar el sistema llamado de liquidación periódica —por el cual las operaciones contratadas a lo largo de varias sesiones se liquidan conjuntamente en una fecha posterior determinada— a favor de la liquidación diaria, que concentra todas las operaciones contratadas en una sesión para su liquidación en una fecha fija posterior a aquélla.

Es evidente que la compensación y liquidación de valores, como la de cualquier activo financiero, comporta unos *riesgos* específicos. Dos son los riesgos inherentes a estas dos fases: el *riesgo de liquidación* y el *riesgo de sistema*.

El primero se caracteriza por las posibles pérdidas ocasionadas por el incumplimiento del compromiso aceptado por una de las partes de la transacción, ya sea aquél la entrega del efectivo o la del activo. El incumplimiento de una de las obligaciones inherentes a la liquidación puede originar, a su vez, el incumplimiento por un tercero, transmitiendo así el riesgo inicial de liquidación a otros agentes del mismo mercado o incluso a otros mercados.

Estamos, de esta forma, ante el *riesgo de sistema*, producido cuando, ante el fallo de una liquidación, se encadenan sucesivos incumplimientos que pueden poner en peligro el mercado en cuestión o los mercados con él relacionados. No se va a discutir, en esta breve introducción, el problema de la posibilidad de evitar completamente el riesgo de liquidación o de reducirlo a niveles admisibles —la colaboración de Miguel Pellicer lo trata con la necesaria amplitud—, baste decir que, normalmente, el mayor peligro radica en el incumplimiento del compromiso de entrega de efectivo, pues, dada la conexión de los sistemas financieros de pago de dinero con una gran variedad de mercados finan-

cieros, la falta de liquidación en uno de ellos puede propagarse en otros, originando los descubiertos en cadena característicos del riesgo de sistema.

Cobra de esta forma cabal importancia tanto el principio según el cual se pretende lograr que la liquidación sea simultánea y que la entrega del activo quede condicionada a la recepción del efectivo —la llamada «entrega contra pago»—, como la agilización y el acortamiento de los plazos de entrega, que supone la desmaterialización de los activos negociados y su gestión por un órgano central a quien se haya encomendado funciones registradoras. Este organismo, al cual me referiré más detalladamente en seguida, se interpone entre las partes originarias en el proceso de liquidación y asume sus correspondientes compromisos, de forma tal que al comprador le asegura que entrará en posesión de los activos adquiridos —ya sea tomándolos a préstamo, ya comprándolos— y al vendedor le garantiza el cobro en efectivo —para lo cual ha establecido un sistema de fianza colectiva.

## PRINCIPIOS DE LA REFORMA

Estamos así ante el Servicio de Compensación y Liquidación (SCL en adelante), instaurado entre nosotros por el artículo 54 de la reciente Ley del Mercado de Valores. Asigna ésta al SCL una doble misión: llevar el registro contable de los valores representados mediante anotaciones en cuenta y admitidos a negociación en las Bolsas de Valores, al tiempo que gestionar la compensación de valores y efectivo derivada de la negociación en esos mercados oficiales. Como podrá comprobar el lector interesado, mediante la lectura de los correspondientes artículos de la propuesta de Real Decreto sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles —incluida entre los *Documentos* que figuran en este número de *Suplementos*—, al SCL se le encomiendan también otras funciones, tales como las de supervisión de las entidades adheridas al mismo o las de asesoramiento a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y a las comunidades autónomas.

Nuestro SCL ha adoptado la forma de sociedad anónima, cuyo capital estará suscrito tanto por las rectoras de las bolsas de valores como por los miembros de esos mercados, a los que se unirán las entidades adheridas, en sentido amplio, que ostenten la condición de entidades de depósito, las sociedades y agencias que no sean miembros de las bolsas, el Banco de España, la Caja General

de Depósitos y las entidades extranjeras que desarrollen actividades análogas a las del SCL. El legislador ha optado, en nuestro caso, por la fórmula de la sociedad privada, en cuyo capital participan los diferentes protagonistas del mercado bursátil, frente al modelo, ya experimentado en España en el pasado, de propiedad y gestión encomendadas exclusivamente a los órganos rectores de los mercados.

Una sociedad a la cual se encomiendan tan delicadas tareas precisa, de entrada, realizar cuantiosas inversiones tecnológicas a las cuales se una inmediatamente la necesidad de contar con los recursos necesarios para llevar a cabo su actuación como garante de la ordenada liquidación de las operaciones efectuadas en los mercados bursátiles. Ello supone tanto el aseguramiento de la entrega de los valores —gracias al préstamo de los mismos o su recompra en el mercado— como la entrega del efectivo necesario para realizar los pagos acordados. Ambos compromisos recogidos en los capítulos II, III y IV del título II de la propuesta de Real Decreto, a la que antes se hizo mención, justifican la dotación al SCL de unos recursos propios elevados.

La necesidad de contar con sistemas eficaces que faciliten la compensación y liquidación de valores, reduciendo los riesgos inherentes a esas funciones de los mercados bursátiles, al tiempo que refuercen su seguridad, rapidez y credibilidad frente a los inversores, ha sido aceptada por las autoridades y los agentes financieros privados en la mayoría de los países occidentales dotados de mercados de una cierta entidad. Se explica así el profundo impacto que ha tenido el llamado «Informe de los Treinta» sobre los sistemas de compensación y liquidación en los mercados bursátiles mundiales. El *Grupo de los Treinta* es un grupo privado interesado en el funcionamiento del sistema financiero internacional y compuesto por destacadas personalidades de diversos sectores, especialmente del bancario. El Grupo convocó en Londres un simposio dedicado a estudiar la situación de los sistemas de compensación y liquidación de los principales mercados mundiales, así como los planes existentes en diversos países para coordinar mejor las prácticas operativas en funcionamiento. Las ponencias presentadas y el examen de la situación existente hicieron variar el objetivo inicial del simposio —desarrollar un sistema global de compensación y liquidación— transformándolo en otro, aparentemente más modesto, pero que está teniendo unos efectos prácticos de gran calado: a saber, el establecimiento de un código de principios y reglas de actuación aceptables para

la mayoría de los mercados bursátiles. Ese código se resumió en nueve recomendaciones, pautadas en un calendario, publicadas en el primer Informe del Grupo, que vio la luz en la primavera de 1989, y que a continuación se recogen, aun cuando en su versión castellana está incluida en la sección de *Documentos* del presente número. Dichas recomendaciones son las siguientes:

1.<sup>a</sup> En 1990 todas las comprobaciones de las operaciones contratadas entre los participantes directos en el mercado (agencias y sociedades de valores y otros miembros del mercado) deberán efectuarse el día T+1.

2.<sup>a</sup> En 1992 los participantes indirectos en el mercado (tales como los inversores institucionales o cualquier otra parte que no sea agencia o sociedad de valores y bolsa) deberían participar como miembros en el sistema de comprobación de operaciones que asegure la corroboración de los detalles de la contratación.

3.<sup>a</sup> Cada país debería contar con un depositario central de valores, efectivo y plenamente desarrollado, que estuviese organizado y dirigido de forma tal que potenciase, directa e indirectamente, para 1992, la participación más amplia posible de las entidades del sector.

4.<sup>a</sup> Cada país debería estudiar sus soluciones y el número de agentes participantes, con el fin de decidir si, en términos de reducción de riesgo y potenciación de la eficiencia, resultaría beneficioso implantar un sistema de neteo de las operaciones. Si así se decidiese dicho sistema debería estar implantado en 1992.

5.<sup>a</sup> La entrega contra pago (ECP) debería utilizarse como método para liquidar todas las operaciones con valores y estar en vigor en 1992.

6.<sup>a</sup> Debería establecerse la compatibilidad en todos los mercados e instrumentos de los pagos relativos a la liquidación y administración de valores, adoptándose el acuerdo de pago con fondos valor mismo día.

7.<sup>a</sup> Todos los mercados deberían adoptar un «sistema diario», con la liquidación realizándose el día T + 3 en 1992. Provisionalmente, y para 1990, como muy tarde, la liquidación final debería tener lugar el día T + 5, salvo que obstaculice la consecución de T + 3 en 1992.

8.<sup>a</sup> Como procedimiento para acelerar la liquidación de las operaciones con valores debería promoverse el préstamo de valores. Las barreras de orden legal y fiscal que dificultan la práctica del préstamo de valores deberían allanarse en 1990.

9.<sup>a</sup> Cada país debería adoptar los criterios establecidos por la Organización Internacional de Armonización (Regla 7775 de la ISO). En concreto,

los países deberían establecer el sistema de numeración de emisiones ISIN tal y como lo define la Regla 6166 de la ISO, al menos para operaciones que traspasen sus propias fronteras, debiendo aplicarse con carácter universal en 1992.

Este primer Informe de los Treinta concluía con tres afirmaciones que vale la pena recordar:

a) Que su puesta en práctica para las fechas señaladas haría más eficientes y menos arriesgados a los mercados bursátiles mundiales.

b) Que la compensación en los mercados de productos derivados debería coordinarse con la de los activos subyacentes, estableciéndose programas de información compartida y sistemas de seguimiento de los participantes en varios mercados.

c) Que tanto los miembros y agentes de los mercados como las autoridades reguladoras harían bien en aceptar esas recomendaciones e incorporarlas como clave de bóveda en los planes de cambio y modernización existentes en la inmensa mayoría de los mercados bursátiles del mundo.

De hecho, así ha sucedido, y prueba de ello es que el propio Grupo de los Treinta ha publicado en dos ocasiones —primavera y final del año 1990— los *Status Report*, resumiendo los progresos realizados en los distintos países que han seguido las recomendaciones del Informe inicial. El primero de dichos *Status Report* comenzaba manifestando la satisfacción del Grupo por el grado de aceptación de las recomendaciones, al tiempo que subrayaba las dificultades encontradas por numerosos países para cumplir los plazos fijados. El segundo no sólo continuaba la tónica de resumir los progresos alcanzados por los países informantes —que habían ampliado su número de 17 a 21—, sino que mostraba su orgullo porque «... se ha alcanzado, o se está alcanzando rápidamente, el punto en el cual los planes para mejorar los sistemas de compensación y liquidación serán irreversibles».

Lo cierto es que la puesta en práctica de ese conjunto de recomendaciones no responde únicamente al deseo de aparecer bien situado en una clasificación más o menos prestigiosa, sino a un motivo mucho más práctico: a saber, los mercados que en 1992 cuenten con sistemas de compensación y liquidación arriesgados y poco eficaces atraerán poca inversión extranjera e, incluso, correrán el riesgo de contemplar cómo el negocio doméstico se reduce en favor de mercados foráneos más eficientes. ¿Cuál es, pues, la situación presente de acuerdo con el último *Status Report* del Grupo de los Treinta? Podemos resumirlo así:

- Un grupo de países, entre los que se cuentan Dinamarca, Suiza, Alemania, Holanda y Noruega, han cumplido ya prácticamente las nueve recomendaciones del informe inicial. Es decir, son mercados que cuentan con organismos centrales que han inmovilizado o desmaterializado los valores en ellos negociados, que liquidan diariamente en D + 5, o antes, y en los cuales se ha puesto en práctica el principio de entrega contra pago. Adviértase que se combinan aquí mercados muy importantes (como los de Alemania y Suiza, y, en un segundo plano, Holanda) con otros muy marginales (Noruega y Dinamarca).

- El segundo grupo de países, en el cual se incluyen los dos mercados más activos del mundo (Estados Unidos y Japón), necesita hacer grandes esfuerzos para llevar a cabo una o varias de las recomendaciones del Grupo de los Treinta. Por ejemplo, en Estados Unidos sigue sin inmovilizarse un porcentaje importante de títulos y no ha podido reducirse el período de liquidación de D + 5 a D + 3. En Japón tampoco existe un organismo central de depósito de títulos, cosa que sí existe en Francia, si bien en este país no se había conseguido liquidar en D + 5.

- Por último, un tercer grupo de países, entre los que se contarían Reino Unido, Italia y Australia, se caracteriza por carecer de un organismo que desempeñe funciones de depósito central; en algunos de ellos no funciona el sistema de liquidación diaria y, por lo general, el principio de entrega contra pago no es obligatoriamente observado.

¿Cómo caracterizar la situación en España y cuáles son los planes inmediatos? La reforma de los sistemas de compensación y liquidación planteada por la LMV conviene situarla sobre el trasfondo anteriormente descrito. Esa reforma era tanto más urgente cuanto que el sistema de fungibilidad era ya incapaz de satisfacer las necesidades de un mercado bursátil moderno, a lo cual se unía el efecto demostración materializado en la exitosa implantación del sistema de anotaciones en cuenta de deuda pública llevado a cabo por el Tesoro Público y el Banco de España. Además, los responsables de nuestros mercados bursátiles no podían permanecer indiferentes a la circunstancia de que, según las estimaciones más fiables, durante el último año y medio el porcentaje de contratación de valores españoles, realizado fuera de nuestros cuatro centros de contratación, oscilaba entre el 25 y el 30 por 100. Y aun cuando no resulta posible achacar al deficiente funcionamiento de nuestro sistema de compensación y liquidación tal fuga, tampoco podemos absolverle de toda culpa.

Así lo comprendió la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que, desde comienzos de 1989, ha promovido los trabajos de una comisión compuesta por representantes de las entidades depositarias y de las sociedades rectoras de las bolsas. Como resultado de esos trabajos, se cuenta ya con el diseño técnico del nuevo sistema de compensación y liquidación, y se han dado los primeros pasos para su puesta en funcionamiento. Bajo los auspicios de una Sociedad Promotora —a cuyo cargo está la instalación y puesta en marcha del nuevo sistema operativo—, se está trabajando afanosamente para alcanzar en las dos fechas previstas —noviembre de 1991 y marzo-abril de 1992— los hitos fundamentales del nuevo SCL: a saber, la liquidación diaria —inicialmente en D + 7 y posteriormente en D + 5— y el comienzo de la anotación en cuenta.

Se trata de dos fechas muy ambiciosas y que exigirán un considerable esfuerzo por parte de todas las partes implicadas (sociedad promotora, entidades depositarias y sociedades rectoras de las bolsas de valores), pero el tiempo apremia y España no puede retrasarse en el esfuerzo común de contar con sistemas de liquidación eficientes y minimizadores del riesgo.

\* \* \*

Este número de *Suplementos sobre el Sistema Financiero de Papeles de Economía Española* está escrito con esa perspectiva, y su organización y todo el material puesto a disposición del lector se subordina a aquélla.

El cuerpo central del número lo constituyen las cinco colaboraciones firmadas por **Fernando Ramírez, José Luis López de Garayo, Agustín Márquez, Manuel Mendoza y Miguel Pellicer**; colaboraciones centradas en los aspectos básicos: la génesis del nuevo sistema, la transición del antiguo sistema de fungibilidad al nuevo de anotaciones y los rasgos técnicos más característicos de éste, las peculiaridades jurídicas de la anotación en cuenta y la cuestión, siempre inquietante, de los riesgos anejos a esta fase crucial del funcionamiento del mercado bursátil.

Los trabajos de **Fernando Ramírez, José Luis López de Garayo y Agustín Márquez** constituyen, en gran medida, un bloque homogéneo dedicado a analizar cómo nació el actual sistema de liquidación y compensación de valores, qué pasos se han ido dando desde el sistema de fungibilidad al de anotaciones en cuenta, cuáles son sus características técnicas, cómo se pasará de aquél a éste y

qué ventajas ofrecerá a las diversas entidades que en él participen.

**Manuel Mendoza** adopta una perspectiva muy diferente: la de jurista. En un trabajo muy detallado se examinan los diversos aspectos de una regulación que es relativamente novedosa en nuestro país —la Deuda Pública fue innovadora en este terreno—, pero que constituye la culminación de un proceso que ha llevado, movido por su propio éxito, a la desaparición del título-valor. La Ley del Mercado de Valores supone, por tanto, la convalidación plena de nuestro ordenamiento jurídico de esa forma de representación de toda clase de valores. Las líneas básicas contenidas en los ocho artículos que componen el capítulo II del título primero de la Ley precisaban el desarrollo detallado que contiene el proyecto de Real Decreto, que **Manuel Mendoza** ha consultado para discutir el sistema de anotaciones en cuenta desde un enfoque jurídico.

Las colaboraciones que constituyen la parte central de este número de *Suplementos* se cierran con un extenso trabajo de **Miguel Pellicer**, trabajo dedicado a analizar uno de los aspectos menos conocidos, pero acaso el más importante de todo sistema de compensación y liquidación de valores: a saber, los riesgos en que, consciente o inadvertidamente, incurren las diferentes partes implicadas en las transacciones con valores realizadas en un mercado secundario organizado.

Hecha esta breve presentación al lector de las cinco colaboraciones que tiene ante él, quizá sea útil intentar resumir sus líneas argumentales básicas con el fin de mostrar su íntima conexión con los problemas que constituían el centro de gravedad de la primera parte de esta Introducción.

## LOS ANTECEDENTES DE LA REFORMA

**Fernando Ramírez** ha recreado con indudable acierto los proyectos que en los últimos años sirvieron de preámbulo a la regulación contenida en la LMV, contraponiéndolos con las iniciativas internacionales que iban a fraguar en el fructífero *Informe* del llamado «Comité de los Treinta», emitido en marzo de 1989. Pues bien, dos años y medio antes una Comisión Mixta (compuesta por representantes de las cuatro juntas sindicales de las bolsas oficiales de valores, del Consejo Superior Bancario, de la Confederación Española de Cajas de Ahorros y de algunas de las más importantes sociedades emisoras de valores cotizados en bolsa, bajo la presidencia del Banco de España) emitió un informe cuyas principales conclusiones se resumían en:

- Incluir el mayor número de títulos posibles en el sistema de fungibilidad, potenciando así la universalidad del sistema.
- Inmovilizar los títulos en las entidades depositarias.
- Reducir los plazos de liquidación.
- Ampliar la categoría de «entidades adheridas».
- Suprimir el consentimiento previo de la emisora para incluir en el sistema de fungibilidad los títulos nominativos.
- Transformar en sociedad anónima el servicio de coordinación de las bolsas, dando entrada en ella a las entidades de depósito que actuaban como depositarias.

Hubo que esperar a la publicación de la Ley del Mercado de Valores, en julio de 1988, para ver recogido en un apretado artículo —el 54— los rasgos esenciales que destilaban tanto el informe de la Comisión Mixta, en nuestro país, como el del «Grupo de los Treinta», allende nuestras fronteras: es decir, universalidad; entrega contra pago; objetivar la fecha de liquidación; asegurar la entrega en la fecha de liquidación y asegurar la neutralidad financiera del proceso, de forma tal que nadie salga perjudicado en términos financieros.

Para asegurar el cumplimiento de esos objetivos, la Ley prevé la creación de un servicio de compensación y liquidación encargado de llevar el registro contable de los valores admitidos a negociación en Bolsa y representados por medio de anotaciones en cuenta, así como gestionar la compensación de valores y de efectivo derivada de la negociación en las bolsas de valores. Constituido como sociedad anónima obligada a rentabilizar sus recursos propios, cubriendo sus usuarios el coste de los servicios prestados, **Fernando Ramírez** resume su tarea cuando afirma que le corresponde desarrollar un sistema único, ágil, eficiente y económico de compensación y liquidación de valores representados en anotaciones en cuenta.

Un sistema como éste persigue, en una palabra, los dos objetivos buscados internacionalmente para los nuevos sistemas de liquidación: eficiencia y seguridad. Al examen de las implicaciones que esas dos finalidades tendrán para nuestro futuro sistema dedica **Fernando Ramírez** los párrafos finales de su colaboración; párrafos empapados de la confianza que, en 1992, cuando entre en funcionamiento, nuestro sistema podrá compararse dignamente con los criterios internacionales más exigentes.

## DEL SISTEMA DE FUNGIBILIDAD AL SISTEMA DE ANOTACIONES

La primera parte de la colaboración de **José Luis López de Garayo** ofrece un puente, ideal para el lector poco versado con la historia de los procesos de compensación y liquidación en la Bolsa española, entre el trabajo de **Fernando Ramírez** y el de **Agustín Márquez**. En efecto, esas primeras páginas son un recorrido guiado por el pensamiento de cuál es el auténtico norte de la reciente reforma de nuestros mercados bursátiles: la ineludible necesidad de poner a punto una Bolsa eficiente en todos sus aspectos y capaz, por tanto, de competir con las restantes bolsas europeas en el marco del Acta Unica.

Antes de la implantación del sistema de fungibilidad, en 1974, la liquidación era un proceso extraordinariamente lento, que se complicaba aún más en el caso de los títulos nominativos. Como bien señala **López de Garayo**, a medida que fueron aumentando los títulos en circulación y el volumen de contratación se originaron retrasos tales que el cumplimiento de los plazos previstos en el artículo 67 del Reglamento de las Bolsas se convirtió en el recuerdo de una añorada edad de oro. La implantación de medidas, tales como el servicio de liquidación de derechos o el de valores, evitó, sólo parcialmente, el colapso de la liquidación bursátil, que únicamente volvió a funcionar con la puesta en marcha del llamado sistema de fungibilidad, en la primavera de 1974.

Dicho sistema —inspirado en la fungibilidad de los títulos, su inmovilización física y la limitación funcional de la numeración— consiguió la homogeneización de los plazos de liquidación y el control de las operaciones pendientes de liquidar. ¡Lo que no logró, desgraciadamente, fue la inclusión de los títulos nominativos en el sistema de fungibilidad! No están claras las razones de la oposición de las sociedades emisoras. **López de Garayo** apunta el temor a la pérdida de control por parte de aquéllas. El caso es que hemos debido esperar hasta 1990 para que una propuesta conjunta de las bolsas y las emisoras permitiese la inclusión de los valores nominativos en fungibilidad como paso previo a su conversión a anotaciones en cuenta.

La segunda parte de la colaboración de **López de Garayo** cubre dos materias centrales: la descripción del nuevo sistema de compensación y liquidación previsto en la Ley del Mercado de Valores y el análisis del mismo desde el punto de vista de un miembro del mercado.

La descripción es detallada, tanto del marco legal como del diseño técnico, insistiendo en la primacía que en el mismo se ha dado a los objetivos de eficiencia y seguridad. El lector encontrará en esta parte del artículo un utilísimo complemento a la exposición de **Fernando Ramírez**, caracterizada por una visión más general, y la de **Agustín Márquez**, más inclinada al estudio de los perfiles técnicos del nuevo proyecto de liquidación. Ahora bien, el rasgo diferenciador de la tesis de **López de Garayo** se halla en el apartado titulado «Análisis del nuevo sistema de liquidación desde la perspectiva de un miembro del mercado».

Comienza el autor con una afirmación rotunda: la de que la reforma del sistema será la más trascendental de entre todas las realizadas desde la publicación de la Ley del Mercado de Valores.

Si se adopta la perspectiva de un miembro del mercado —no en balde **López de Garayo** es Consejero-Director general de una importante sociedad de valores y bolsa— el sistema de compensación y liquidación que próximamente se implantará presenta, entre otras, las siguientes *ventajas*:

- Seguridad en el calendario y reducción en los plazos de liquidación, lo cual agilizará la contratación e incrementará el volumen intermediado.
- Ello propiciará, por un lado, un incremento de la inversión extranjera en nuestra Bolsa y, por otro, una reducción del riesgo del sistema al tiempo que disminuyen los costes administrativos.
- Gracias a la conexión informática que el servicio de compensación y liquidación establecerá entre miembros del mercado, rectoras y el propio servicio, mejorará la eficiencia, agilidad y seguridad en el tratamiento de la información.
- En el caso de ausencia de justificación de las ventas, la implantación del préstamo de valores constituye una sensible mejora respecto a la recompra.
- Por último, la seguridad jurídica de las transmisiones de valores queda salvada por la anotación en cuenta, habida cuenta de los principios de irrevindicabilidad de los valores adquiridos y de la legitimación registral que en el proyecto de Real Decreto establece.

Si éstas son algunas de las ventajas que el futuro sistema presenta, su conocimiento y experiencia permiten a **López de Garayo** apuntar lo que califica, asépticamente, de *puntos oscuros* del proyecto. Resumamos su opinión:

- La implantación de una liquidación diaria impedirá la práctica del «semaneo» —comprar al prin-

cipio de la semana para vender dentro de ella y liquidar por diferencias—, la cual supone un volumen considerable de operaciones, especialmente por parte de pequeños clientes.

- El plazo máximo previsto para el desglose de operaciones acaso resulte insuficiente cuando intervengan clientes extranjeros.

- El establecimiento y puesta en funcionamiento del servicio de compensación y liquidación va a restar a las sociedades rectoras de las bolsas una de sus principales fuentes de ingresos. Sugiere **López de Garayo** la búsqueda de alternativas con el fin de asegurar la continuidad de los proyectos técnicos precisos, sin recurrir al incremento del coste de las operaciones; solución que restaría competitividad a nuestro mercado bursátil.

- Convendría suprimir el sistema de penalizaciones por acumulación de retrasos en la justificación de ventas.

- Un aspecto controvertido del proyecto, cuya justificación pondera **López de Garayo**, del nuevo Servicio de Compensación y Liquidación es la composición del accionariado de la sociedad anónima que, de acuerdo con los términos del artículo 54 de la Ley del Mercado de Valores, estará encargada tanto de la llevanza del registro contable como de gestionar la compensación de aquéllos y del efectivo.

## LOS ASPECTOS TECNOLOGICOS

El trabajo de **Agustín Márquez** toma el testigo de la argumentación de **Fernando Ramírez**, y subraya en sus párrafos iniciales cómo la reforma de la liquidación contemplada en la Ley de Mercado de Valores persigue la consecución de dos objetivos fundamentales, que han caracterizado tanto las propuestas como las realizaciones internacionales en este campo. Esos dos objetivos, a los cuales hicieron referencia tanto **Fernando Ramírez** como **José Luis López de Garayo**, son la eficiencia y la seguridad.

A continuación se exponen concisamente los puntos de partida que configuran el nuevo sistema. Tiene razón **Márquez** cuando subraya que no se ha pretendido encontrar soluciones originales, sino asentar aquí la experiencia de otros países en este campo. Con esa óptica, los pilares del nuevo sistema serán los siguientes:

- La desconexión entre numeración del valor y titular del mismo.

- La desmaterialización de los títulos mediante la anotación en cuenta y la creación de una central de anotaciones.

- La actuación del servicio de compensación y liquidación como contrapartida única, con lo cual se desconectan las obligaciones recíprocas de comprador y vendedor.

- La liquidación diaria y la entrega contra pago en la misma fecha valor de la operación.

El resto de su artículo lo divide **Agustín Márquez** en tres partes, igualmente interesantes: la descripción de las características técnicas del nuevo sistema; sus peculiaridades tecnológicas; por último, los criterios de conversión del actual sistema de fungibilidad al futuro sistema de anotaciones. Resumamos lo más granado de sus opiniones.

El Servicio de Compensación y Liquidación tiene atribuidas una serie de *funciones y de flujos de información*. En primer lugar, el régimen de anotaciones en cuenta implica la sustitución de los títulos físicos por registros informatizados, delegándose en las entidades adheridas el mantenimiento del registro individualizado con los datos de cada titular y reservándose el Servicio la centralización de las posiciones agregadas a cada entidad adherida en relación con cada clase de valor. Esa estructura del Registro en dos niveles exige contar con los mecanismos que aseguren la integridad general de la oportuna información.

Las operaciones intermediadas por los miembros del mercado son comunicadas por éstos a las rectoras de las bolsas, desglosándose individualmente por clientes e identificando la entidad adherida que realizará la operación. Las rectoras, a su vez, comunicarán al Servicio los desgloses recibidos y el código identificativo asignado —código que también recibirá el miembro del mercado—. Estas comunicaciones, realizadas en forma continua, se completan con la recepción por el Servicio de Compensación y Liquidación de los desgloses y su transmisión a las entidades adheridas, cerrándose esta fase de asignación con la posibilidad de comprobar y subsanar errores.

Los errores son, ciertamente, una, aun cuando no la principal, causa del riesgo anejo a todo proceso de liquidación. En el nuevo sistema ese riesgo se evita para los compradores —que siempre recibirán sus valores— y para los vendedores —a quienes se asegura el cobro en efectivo gracias a la interposición entre ambos del Servicio. Esto justifica el establecimiento de una fianza colectiva para las entidades adheridas y la disposición por el sistema de compensación y liquidación de los

valores necesarios para cumplir la obligación de entrega inicialmente asumida por el vendedor. Ese compromiso obliga a introducir en nuestras prácticas bursátiles la figura del préstamo de valores, habitual en otros mercados.

La reducción del riesgo de liquidación —tema específico de la colaboración de **Miguel Pellicer**— va íntimamente ligada al acortamiento de los plazos de su realización. En el actual sistema de fungibilidad esa reducción va de la mano con la conversión previa a un régimen de liquidación diaria que, sustituyendo al actual período semanal, permita liquidar en una fecha predeterminada después de la de contratación. El nuevo sistema se marca D + 5 como día de liquidación, si bien acepta un período de adaptación con D + 7. Por su parte, la liquidación de efectivos se llevará a cabo a través de las cuentas de tesorería de las entidades en el Banco de España, mientras que la liquidación de valores se realizará en las cuentas anotadas de cada entidad adherida en el Servicio de Compensación y Liquidación.

Los títulos nominativos y sus rasgos peculiares han sido tenidos en cuenta en el nuevo proyecto, de forma tal que el Servicio de Compensación y Liquidación realizará las oportunas comunicaciones y prestará los necesarios servicios a las emisoras, de forma que éstas puedan mantener actualizadas sus libros de accionistas. Además, los servicios prestados por el nuevo sistema, tanto a las entidades liquidadoras como a emisoras, procurarán descentralizarse en buena medida, para lo cual se constituirán oficinas locales en las plazas bursátiles, oficinas destinadas a administrar y controlar la relación de las entidades situadas en ese ámbito geográfico con el servicio.

Como afirma **Agustín Márquez**, el nuevo sistema de liquidación estaba obligado a utilizar los avances tecnológicos registrados desde la implantación del viejo sistema de fungibilidad para incrementar el nivel de automatismo en los procedimientos, así como el grado de interconexión entre los sistemas informáticos de las entidades y el del propio Servicio. Ese propósito explica las cuatro *características tecnológicas* que definen el sistema: interconexión de los centros, accesibilidad de la información, seguridad de la misma y flexibilidad de las comunicaciones.

Pero el lector tiene perfecto derecho a preguntarse cómo se pasará de un sistema de compensación y liquidación a otro; es decir, cuáles son los *criterios de conversión* al futuro sistema. Pues bien, el enfoque adoptado ha sido el de sustitución gradual de los antiguos procesos por los modernos,

utilizando en paralelo la misma información. Diversas son las razones que avalan esa elección, pero, indudablemente, la que ha inclinado la balanza ha sido que así se permitía un avance más rápido hacia la anotación en cuenta.

El plan de conversión aúna varios criterios que **Agustín Márquez** agrupa en tres amplios apartados, detalladamente expuestos: la transformación de los títulos físicos, la conversión de la información y las fases o etapas de conversión de los sistemas. **Márquez** concluye su colaboración con un resumen, en diez breves puntos, de las ventajas que el nuevo sistema aportará a los procedimientos de liquidación de valores.

## EL ANALISIS JURIDICO DE LAS ANOTACIONES EN CUENTA

La perspectiva jurídica constituye el eje sobre el cual fundamenta **Manuel Mendoza** su estudio del sistema de anotaciones en cuenta regulado en el capítulo II del título primero de la LMV.

Como subraya en su introducción, el éxito del título-valor, en cuanto medio de incorporar el derecho al título, ha acabado constituyendo un serio obstáculo al tráfico mercantil, pues el elemento físico dificultaba no sólo la transmisión de los derechos incorporados al título, sino también el puntual ejercicio de los mismos. Había, pues, que habilitar medios para evitar el traslado físico de los derechos incorporados y para facilitar su ejercicio, todo ello sin necesidad de presentar el correspondiente documento.

Se puso en marcha así un proceso de profunda innovación cuya primera traducción fue la implantación de lo que **Mendoza** denomina «sistemas correctores». El Decreto que plasmó, en 1974, el sistema de fungibilidad entre nosotros fue uno de ellos. Ahora bien, sólo la sustitución completa del título físico por un registro contable constituye un «sistema sustitutivo», sistema que, con unas u otras variaciones, ha venido afianzándose durante los últimos años en los grandes mercados bursátiles mundiales.

En España fue, paradójicamente, el Estado quien primero captó la trascendencia de esa innovación, y mediante el Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, crea el sistema de Deuda del Estado Anotada, que ha permitido la sustitución del soporte documental en prácticamente toda la deuda viva en circulación. Conviene recordar ahora que la implantación de dicho sistema fue duramente criticada por algunas de las instancias directivas de los mercados bursá-

tiles, quienes, en aras de una pretendida unidad de mercado, llegaron a calificar de «mercadillos» a los posibles mercados extrabursátiles de deuda pública, aventurando que no reunirían el mismo conjunto de seguridades que los derivados de la contratación y liquidación en Bolsa. Los hechos han dejado claro dónde estaba la razón.

Pero ha sido la LMV quien, desde julio de 1988, ha dado carta completa de naturaleza a la anotación en cuenta. En efecto, según dicho texto legal, todo emisor de valores tiene la posibilidad de emitir cualquier clase de valores, públicos y privados, mediante el sistema de anotaciones en cuenta, pudiendo representarse los valores negociados por medio de anotaciones o por medio de títulos. Ahora bien, así como la representación a través de anotaciones será irreversible, la materializada en títulos permitirá el paso al sistema de anotación en cuenta, previo consentimiento de los titulares a dicha transformación.

**Manuel Mendoza** comienza su pormenorizado examen con la *forma de representación* de los valores, a lo cual acaba de hacerse referencia, para pasar después a estudiar la *constitución* de los valores representados por medio de anotaciones, que se hará en el oportuno registro contable. En el caso de los valores admitidos a negociación en Bolsa, dicho registro central será el mantenido por el SCL. El punto capital es si la inscripción en el registro contable tiene efectos constitutivos.

Las *formalidades* y el *registro* de la emisión son dos aspectos que también llaman la atención de **Manuel Mendoza**. Las primeras, porque es preciso delimitar los requisitos de otorgamiento de escritura pública de emisión y su depósito en determinadas entidades; el segundo, por cuanto plantea una serie de cuestiones importantes: qué entidades pueden llevar registros contables, principios rectores de esa llevanza, procedimientos de inscripción y posibles responsabilidades de la entidad registral.

Si bien las *características* de los valores en anotaciones en cuenta no se apartan del régimen general de las emisiones de valores, la *transmisión* de los mismos plantea una interrogante trascendental: a saber, la hipotética inseguridad derivada de la inexistencia de tradición del título, inseguridad que atentaría a la defensa de la posición del adquirente. Pues bien, la tesis mantenida en esta colaboración es que el artículo 9.1.º, de la LMV, al establecer que la inscripción de la transmisión a favor del adquirente produce los mismos efectos que la tradición de los títulos, garantiza suficientemente la im-

posibilidad de atacar la transmisión y, por ende, la titularidad lograda por el adquirente.

Igualmente interesante es la exégesis llevada a cabo por **Manuel Mendoza** en tres temas de gran trascendencia jurídica: la constitución de derechos reales limitados, la acreditación de la legitimación y la fungibilidad de los valores. Sin un adecuado tratamiento de los tres, el sistema de anotaciones en cuenta de valores negociados en Bolsa sería un gigante con pies de barro.

## LOS RIESGOS

---

**Miguel Pellicer** comienza su colaboración recordándonos lo que se supone que todo lector sabe, pero que frecuentemente ha olvidado: los conceptos básicos de la organización de los mercados financieros. De esta forma, al lector se le recuerda discretamente que un mercado bursátil comprende tres fases esenciales: la *cotización*, la *contratación* y la *liquidación*, a las cuales puede añadirse una cuarta —la de *compensación*—, existente entre la contratación y la liquidación. Comprenderemos también por qué la interrelación entre cotización y contratación da lugar a un sistema organizativo más o menos complejo según los mercados se aglutinen de forma simple —caso de los llamados mercados de búsqueda directa—, o especialmente compleja, como sucede en los mercados centralizados.

A su vez, las fases de compensación y liquidación son base de otro sistema cuya finalidad reside en asegurar la transferencia de los activos negociados y del efectivo con el cual se pagan.

Este último sistema es el que constituye el objeto de este número de *Suplementos*, y los riesgos inherentes al mismo son el tema específico del trabajo de **Miguel Pellicer**.

El tratamiento del riesgo, definido como contingencia que origina pérdidas o disminución de ganancias, puede orientarse en dos grandes apartados que **Miguel Pellicer** denomina *estudio* y *gestión* del riesgo. El primero estaría subdividido, a su vez, en identificación del mismo —qué contingencia lo produce—, asignación —quién lo soporta, aspecto vital para las entidades supervisoras del mercado— y medición —aislamiento de la contingencia que lo ocasiona y asignación y probabilidad de que aquélla llegue a producirse. La gestión del riesgo busca acotarlo en el nivel adecuado, disminuyéndolo gracias a decisiones precisas que van desde el intento de evitar su materialización a la contratación de aseguramientos o a la constitución

de garantías; pero, en todo caso, cualquiera de esas alternativas tiene un coste, implícito o explícito.

**Miguel Pellicer** distingue dos tipos de riesgo en los sistemas de compensación y liquidación, a los que denomina riesgo de *liquidación* y de *sistema*. El primero, definido como la posibilidad de incurrir en pérdidas por el incumplimiento de sus obligaciones por la contrapartida —entrega del activo negociado o pago del efectivo—, es objeto de un examen que va detallando sus distintas fases, desde la identificación del mismo a su gestión, pasando por su medición y gestión. Aquí el lector atento percibirá cómo el esquema enunciado en la introducción cobra cuerpo y comienzan a ponerse de relieve tanto los problemas típicos de las fases de compensación y liquidación en los modernos mercados bursátiles como las recomendaciones y mecanismos usuales para su tratamiento —por ejemplo, el principio de entrega contra pago para reducir las consecuencias del riesgo de liquidación, o las ventajas inherentes a la desmaterialización de los títulos en cuanto medio de acortar y agilizar la transferencia del vendedor al comprador.

Naturalmente, la transmisión del riesgo de liquidación y sus consecuencias, para el o los mercados en que se produzca, es motivo que justifica la discusión minuciosa de los procedimientos que habitualmente se utilizan para reducirlos. El artículo de **Miguel Pellicer**, sin abandonar su tono didáctico, adopta en esta parte un nivel de abstracción que precisa una lectura reposada para comprender cuáles son los costes implícitos en la liquidación y diferenciar las razones justificativas de los diversos sistemas practicados, sea éste el bilateral o el multilateral, por una cámara de compensación encargada de transformar en netos los saldos brutos derivados de la contratación de cada miembro de la misma con el resto del mercado.

La última parte de su artículo la dedica **Pellicer** a estudiar los diferentes aspectos del riesgo de sistema, siguiendo aquí también el esquema utilizado en el riesgo de liquidación; es decir, comienza por examinar la asignación del riesgo para concluir con los procedimientos de gestión del mismo.

El lector debe recordar ante todo que se suele denominar riesgo de sistema a la posibilidad de que, por razón de una liquidación fallida, no sea posible realizar otras liquidaciones y, debido a un proceso de transmisión, quede afectado el mercado específico en el cual ese activo se negocia o, incluso, tal perturbación se propague a todo el sistema financiero. El aspecto más preocupante del

riesgo de sistema reside no en que afecte a los participantes, directos o indirectos, en las operaciones en cuestión, sino en su propagación y eventual colapso de los sistemas de pagos. No se trata de un supuesto meramente académico, como estuvo a punto de demostrar la crisis bursátil de octubre de 1987, sino de una realidad latente que subraya el rasgo más preocupante de la asignación del riesgo de sistema. Nos referimos a su carácter de riesgo social, por el cual los posibles perjudicados por su materialización no coinciden con quienes se benefician de las prácticas generadoras del riesgo; prácticas que **Miguel Pellicer** identifica con la operativa en descubierto y con las formas organizativas dirigidas a ahorrar costes de liquidación.

La mera probabilidad de que el riesgo de sistema llegue a materializarse obliga a considerar su medición, comenzando por el estudio de los factores de carácter más general que posibilitan el encadenamiento de operaciones relativamente importantes. Esos factores, que son bautizados por **Miguel Pellicer** como *densidad* de los mercados y *vulnerabilidad* del sistema, condicionan el nivel de probabilidad de que el riesgo de sistema llegue a producirse y justifica, en todo caso, una gestión activa del mismo.

Esa gestión se materializa en soluciones al riesgo de liquidación, en cuanto origen del riesgo de sistema, y aconseja examinar no sólo el funcionamiento de los sistemas de compensación, sino también las características de los sistemas de pagos, pues son éstos los que hacen efectiva la transferencia de dinero que perfecciona el pago; su falta de realización, por el contrario, da paso al riesgo de sistema. De ahí la justificación del estudio de la tipología de sistemas de pago que **Pellicer** lleva a cabo partiendo de un rasgo diferencial y básico: que el sistema esté dotado o no de firmeza. Ese hecho es esencial, pues permite establecer la frontera respecto a la existencia o ausencia del riesgo de sistema, y respecto hacia quién se orienta: el banco central o el sistema de compensación.

Pero, como bien se señala en el trabajo comentado, el riesgo de sistema puede materializarse igualmente por la falta de entrega del activo negociado. La necesidad de cubrir esta eventualidad es tanto más importante cuanto que, a diferencia del dinero, puede suceder que nadie facilite los activos precisos para liquidar la operación. Por ello, se han institucionalizado procedimientos tendentes a facilitar los activos necesarios, ya sea mediante la figura del *préstamo* de valores —solución adoptada en el futuro sistema de compensación o liquidación español— o la *compra* de los mismos.

La entrega del activo contra el pago en efectivo del mismo —el conocido principio de «entrega contra-pago»— queda plenamente garantizada si los dos sistemas —el de pago en dinero y el de pago en activos— están dotados de firmeza; pero como no es posible garantizar plenamente la firmeza absoluta de las órdenes de entrega de los activos negociados, se plantea la necesidad de coordinar ambos sistemas de pagos, lo cual no es común. En todo caso, es aconsejable intentar solucionar primero las liquidaciones del activo en cuestión, habida cuenta de la mayor flexibilidad del sistema de pagos en dinero; pero, al mismo tiempo, no debe olvidarse que los problemas de liquidación de un determinado mercado se transmiten a otros mercados a través del dinero. Ello implica, como bien sugiere **Miguel Pellicer**, que siempre cabe aislarlos si un banco central, actuando como prestamista de última instancia, facilita, por el procedimiento más adecuado, los fondos necesarios para solucionar las incidencias que hayan podido surgir.

\* \* \*

Se incluye también una serie de textos legales y de escritos diversos con el afán de proporcionar al lector un marco de referencia que le permita

formarse una opinión sobre todos los distintos aspectos de tan compleja cuestión.

En la sección *Documentos* se han seleccionado algunos de los que se han considerado útiles para conocer tanto los antecedentes de la reforma del sistema de compensación y liquidación actualmente en marcha, como las iniciativas que en el extranjero se han emprendido con afanes muy semejantes, destacando los apartados más significativos del *Informe de los Treinta* y las comunicaciones españolas a los *Status Report* publicadas por el Grupo de los Treinta en la primavera y el invierno de 1990.

El *Apéndice legislativo* comprende desde el Decreto que en 1974 estableció el sistema de fungibilidad hasta el proyecto de Real Decreto que dará carta de naturaleza a las anotaciones en cuenta y al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, pasando por los artículos pertinentes de la propia LMV.

Para concluir, el número se cierra con las entrevistas realizadas a un selecto grupo de personalidades del mundo bancario y bursátil, recogiendo sus opiniones respecto a algunas de las cuestiones claves de la compensación y liquidación.

# SERVICIO DE COMPENSACION Y LIQUIDACION BURSÁTIL: GENESIS DE UN PROYECTO AMBICIOSO

Fernando RAMIREZ

## I. ANTECEDENTES

Aunque existen antecedentes más antiguos, que se remontan, si no estoy mal informado, a abril de 1978, la Orden Ministerial de 19 de noviembre de 1985 encomendó a la Comisión Mixta, regulada por la Orden de 20 de mayo de 1974, la elevación al Ministerio de Economía y Hacienda de un informe sobre la situación actual del Sistema de Liquidación y Compensación de operaciones en Bolsa y de Depósito de Valores Mobiliarios.

Esta Comisión Mixta, presidida por el Banco de España y con la participación de representantes de las cuatro Juntas Sindicales de las Bolsas Oficiales de Comercio, del Consejo Superior Bancario, de la Confederación Española de Cajas de Ahorros y de las emisoras de valores admitidos a cotización, emitió su informe con fecha 4 de agosto de 1986. En él se ponía de manifiesto que los principales elementos a considerar, para conseguir una mejora del sistema diseñado a partir del Decreto de 25 de abril de 1974, eran los siguientes:

a) Alcanzar la *universalidad* del sistema, de tal forma que en el sistema de fungibilidad se incluyan el mayor número de títulos y entidades adheridas.

b) Alcanzar la práctica *inmovilización* de los títulos valores en las cajas de las entidades depositarias, limitando sus movimientos a las exclusiones preceptivas o voluntarias.

c) *Disminuir* los plazos de liquidación de las operaciones.

Para dar solución a estos problemas, el mencionado informe establecía las siguientes propuestas:

1. Reconocer como entidades adheridas al sistema tanto al Banco de España como al resto de entidades que puedan ser depositarias.

2. La supresión del consentimiento previo de la sociedad emisora para la inclusión de los títulos nominativos en el sistema de fungibilidad.

3. La reorganización del servicio de coordinación mediante la participación de las entidades de crédito depositarias en el mismo, y su configuración como sociedad anónima.

Como puede observarse, la preocupación y las iniciativas para mejorar la compensación y liquidación bursátil vienen ya de antiguo. La Ley del Mercado de Valores no ha hecho sino recoger esta inquietud y establecer una fórmula de solución definitiva al prever, en su artículo 54, la constitución del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores en forma de sociedad anónima y con unas funciones muy específicas, a las que me referiré más adelante.

Por otra parte, la misma Ley, en su disposición transitoria novena, establece la figura del delegado encargado de promover la constitución del mencionado Servicio. La Orden Ministerial de 16 de enero de 1989, por la que se nombra al delegado promotor del Servicio, establece también que éste, siguiendo las instrucciones que formulará la Comisión Nacional del Mercado de Valores, desarrollará los estudios y planes precisos y promoverá las medidas necesarias para su creación, en contacto con sus potenciales accionistas.

A la vista de lo anterior, parece claro que la intención del legislador era continuar el proceso de reflexión para producir un avance cualitativo en los procesos de compensación y liquidación bursátil, con una activa participación de los miembros interesados, y no solamente promover el cambio institucional.

## II. INICIATIVAS INTERNACIONALES

La preocupación por la falta de atención que las labores de compensación y liquidación de valores

estaban teniendo en los mercados en general, y los riesgos cada vez mayores que esto implica para la seguridad y la eficiencia en el tráfico, fue la causa de que un conjunto de insignes personalidades del mundo financiero internacional tomara la iniciativa de constituir un grupo privado de trabajo denominado «Grupo de los Treinta», con el propósito de estudiar en profundidad esta problemática, darle una perspectiva internacional y proponer estándares mínimos para ser cumplidos en todos los mercados que aspiren a tener una presencia activa de inversores y operadores internacionales.

Este Comité emitió su informe en marzo de 1989. En este informe se incluyen, en primer lugar, las principales deficiencias detectadas con carácter general y a nivel internacional, que brevemente pueden resumirse de la siguiente forma:

- Falta de compatibilidad en los sistemas de confirmación de operaciones, tanto para transacciones domésticas como internacionales.
- Diferentes períodos de liquidación para diferentes mercados, abarcando el abanico de posibilidades desde el mismo día hasta varias semanas.
- Ausencia de entrega contra pago, aumentando considerablemente el riesgo para una de las partes.
- Falta de garantías estandarizadas.
- Ausencia de procedimientos informatizados de anotación en cuenta.

Finalmente, se desarrollan nueve recomendaciones, cuya orientación, tal y como se indica en la propia introducción al informe, es doble:

a) *La reducción de los riesgos* a través de:

- Acortar el período de tiempo que media entre la contratación y la liquidación de las operaciones.
- Promover un sistema de garantías para el mercado.
- Asegurar la existencia real de la entrega contra pago.

b) *La mejora de la eficiencia* a través de:

- Eliminar el movimiento físico de títulos.
- Promover, cuando sea aconsejable, sistemas de *netting*.
- Estandarizar las comunicaciones y los calendarios de liquidación.

En este sentido, y brevemente enunciadas, las nueve recomendaciones del «Grupo de los Treinta» son las siguientes:

1. La contratación debe estar cuadrada entre miembros del mercado en T + 1, siendo T el día de la contratación.

2. La confirmación y cuadro de la contratación debe realizarse no sólo a nivel de miembros, sino también de inversores institucionales u otros participantes significativos en la contratación.

3. Creación de una «Central de Depósito».

4. Analizar la conveniencia, en función del número de liquidadores y el volumen del mercado, de establecer un sistema de *netting* para la liquidación de las operaciones.

5. Implementar, sin excepciones, el principio de entrega contra pago.

6. Establecer la valoración el mismo día para pagos y cobros relacionados con todas las operaciones con valores.

7. Liquidación diaria en T + 5 para todas las operaciones contratadas en T. El objetivo final, no obstante, debería ser alcanzar T + 3.

8. Implementar un sistema de préstamo de valores para asegurar la entrega de los mismos en la fecha de liquidación.

9. Utilización del código ISIN de valores para la identificación de las emisiones.

### III. PREVISIONES DE LA LEY DE MERCADO DE VALORES

Como ya se ha comentado en un punto anterior, la Ley del Mercado de Valores prevé en su artículo 54 la creación de un Servicio de Compensación y Liquidación de Valores con las características esenciales que recoge el cuadro número 1.

Como puede observarse, estas previsiones de la Ley recogen en gran medida las recomendaciones que se planteaban en el informe de 4 de agosto de 1986 de la Comisión Mixta de expertos y, en algún sentido, va incluso más lejos en la búsqueda de la mejora de la eficiencia en los mercados de valores.

Entiendo que asume la recomendación de dicho informe cuando configura el Servicio como una sociedad anónima abierta en su participación a todas las instituciones vinculadas a los procesos de liquidación o al depósito de valores.

Por otra parte, al ser una única sociedad la encargada de desarrollar estas funciones, se ponen las bases para alcanzar la universalidad del sistema,

**CUADRO NUM. 1**  
**CARACTERISTICAS DEL SERVICIO**  
**DE COMPENSACION Y LIQUIDACION DE VALORES**

1. Denominación:	Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, S. A.
2. Funciones:	a) Llevar, en los términos previstos en el Capítulo II del título I de la presente Ley, el registro contable de los valores admitidos a negociación en bolsa y representados por anotaciones en cuenta. b) Gestionar, en exclusiva, la compensación de valores y de efectivo derivada de la negociación en las bolsas de valores.
3. Régimen económico:	Rentabilización de sus recursos propios y cobertura por sus usuarios del coste de los servicios prestados.
4. Régimen de funcionamiento:	a) No puede realizar operaciones de intermediación financiera. b) No puede realizar actividades de las descritas en el art. 71 de la LMV, excepto la indicada en la letra g). c) No puede mantener riesgos con los participantes en la liquidación. Todo ello con las excepciones que resulten indispensables para el desarrollo de sus funciones.
5. Accionariado:	Sin definir. Abierto en principio a las entidades financieras directamente implicadas en los procesos de compensación y liquidación de valores.

con independencia del tipo de valor del que se trate o de la plaza bursátil en que se contrate.

Por último, va más lejos que las propias recomendaciones, al proponer no ya la inmovilización de los títulos valores, sino su desmaterialización, mediante la representación del valor a través de la anotación en cuenta. En este sentido, de las diferentes manifestaciones incluidas en la LMV, básicamente las contenidas en el artículo 5 y en la disposición transitoria décima, cabe deducir la intencionalidad de evolucionar lo más posible hacia un modelo en el que los valores negociables en una bolsa de valores se representen fundamentalmente por medio de anotaciones en cuenta, con independencia de su carácter nominativo o al portador.

Posteriormente, la Ley de Reforma Parcial y Adaptación de la Legislación Mercantil a las directivas de la CEE en materia de sociedades (Ley 19/1989) abunda aún más en este criterio, al introducir en su artículo 10 una nueva disposición adicional a la LSA en la que se indica que:

Las acciones y obligaciones que pretendan acceder o permanecer admitidas a cotización en un mercado secundario oficial, necesariamente habrán de representarse por medio de anotaciones en cuenta.

Tan pronto como los valores indicados en el párrafo anterior se representen por medio de anotaciones en cuenta, los títulos en que anteriormente se reflejaban quedarán amortizados de pleno derecho.

Con lo cual se sientan las bases para desarrollar un sistema único, ágil, eficiente y de bajo coste, en la medida en que desaparece la manipulación de papel.

#### **IV. PLANTEAMIENTO DEL NUEVO SISTEMA**

A la vista del nuevo marco normativo, y una vez analizada en detalle la situación actual, tanto de procedimientos como de medios en los que se basaba la compensación y liquidación en las distintas bolsas, se elaboró un documento por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, con la colaboración de expertos de las bolsas y de las entidades de depósito, en el que se ponían de manifiesto los objetivos que debería alcanzar el nuevo sistema de liquidación, así como los planteamientos básicos que deberían presidir la configuración de dicho sistema. En el mes de octubre de 1989 se alcanza un acuerdo definitivo sobre estos aspectos, ratificado por todas las partes intervinientes.

Los objetivos y planteamientos básicos que se recogen en dicho documento son los siguientes:

##### **I. Función de compensación y liquidación de valores y efectivo**

###### *I.1. Objetivos del Sistema*

- Universalidad.
- Entrega contra pago.
- Objetivar la fecha de liquidación (máximo D + 5).
- Asegurar la entrega en la fecha de liquidación.
- Neutralidad financiera.

###### *I.1.1 Universalidad*

Que exista un único Sistema para la liquidación de las diferentes categorías de

valores, con las mínimas diferencias necesarias para recoger las peculiaridades no homogeneizables de cada uno.

#### I.1.2 *Entrega contra pago*

A nivel de miembros del mercado debe existir simultaneidad entre la tradición de los valores y la transferencia de efectivo.

#### I.1.3 *Objetivar la fecha de liquidación (máximo D + 5)*

El Sistema debe permitir liquidar las operaciones como máximo al quinto día de contratación posterior al día de la transacción.

#### I.1.4 *Asegurar la entrega en la fecha de liquidación*

El mercado debe disponer de los mecanismos necesarios para estar en disposición de asegurar al comprador que éste va a recibir los valores adquiridos, y al vendedor, el producto de la venta en una fecha predeterminada.

#### I.1.5 *Asegurar la neutralidad financiera*

Como consecuencia del proceso de compensación y liquidación nadie tiene que salir ni beneficiado ni perjudicado, en términos financieros.

#### I.2. *Planteamientos básicos del modelo propuesto*

I.2.1 Generalización de las anotaciones en cuenta como fórmula de representación de los valores negociables en una bolsa de valores.

I.2.2 Generalización de las referencias técnicas a todos los valores negociables en una bolsa de valores.

I.2.3 Implantación de la figura del préstamo de valores como fórmula para asegurar la entrega en la fecha de liquidación.

I.2.4 Cierre de la cuenta de contratación del día antes del inicio de la siguiente sesión.

I.2.5 Liquidación de cuentas diarias en lugar de períodos contables.

I.2.6 Redefinición del sistema de comunicaciones entre bolsas, miembros del mercado y miembros liquidadores.

I.2.7 Asegurar la integridad financiera del mercado mediante la interposición del Servicio de Compensación y Liquidación como contraparte de todos los miembros liquidadores, sin que por ello se desvirtúen las obligaciones contractuales entre las partes contratantes.

I.2.8 Compensación de efectivos a través de cuenta en el Banco de España.

I.2.9 Adecuación de los sistemas internos, tanto de emisiones de títulos nominativos como de entidades depositarias.

I.2.10 Autonomía de las sociedades rectoras para decidir la explotación local del sistema.

## II. **Registro Central de Anotaciones en cuenta**

De acuerdo con las posibilidades que ofrece la LMV en su artículo 7, la opción propuesta es plantear el Registro Contable de Anotaciones en cuenta en dos niveles.

- Un Registro Central, situado en el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, en el que se mantendrá la información exclusivamente a nivel de depositario.

- Una red de entidades adheridas conectadas con la sociedad de compensación y liquidación, que deberá mantener la información a nivel de depositante, conservándose de esta forma la relación de clientela.

Sobre la base de estos planteamientos, y una vez obtenida su ratificación tanto de las entidades de depósito, a través de AEB y CECA, como de las sociedades rectoras de las bolsas, se constituyó en noviembre de 1989 la «Comisión Técnica Asesora del Nuevo Sistema de Compensación y Liquidación», en cuyos trabajos han participado expertos de las cuatro bolsas y de bancos y de cajas de ahorros. La finalidad de esta Comisión Técnica ha sido elaborar un diseño funcional y técnico detallado, en desarrollo de los acuerdos alcanzados. El diseño funcional se ha concluido en su versión definitiva en febrero de 1991, y el diseño técnico está próximo a concluirse. No voy a entrar en los aspectos de detalle de ambos diseños, ya que entiendo que su explicación es objeto de otro trabajo dentro de esta misma publicación. Tan sólo plantear, en el apartado siguiente de esta exposición, cómo se han tenido en cuenta los objetivos de eficiencia y seguridad, tan presentes en las preocupaciones manifestadas en el informe del «Grupo de los Treinta» en el diseño de nuestro sistema.

## V. EFICIENCIA Y SEGURIDAD EN LOS PLANTEAMIENTOS DEL NUEVO SISTEMA

De las dos funciones básicas que confiere la Ley al futuro Servicio se desprenden dos atributos que diferenciarán al futuro sistema de liquidación en relación con los sistemas anteriores: en primer lugar será un sistema integrado, entendiendo por tal que unificará la liquidación de las cuatro bolsas y se aplicará al conjunto de valores admitidos a cotización, sustituyendo por lo tanto a los diferentes sistemas actuales; y en segundo lugar, será desmaterializado, reemplazando los títulos físicos por registros informatizados.

Son, en esencia, estas dos características del futuro sistema, integración y desmaterialización, las que mejor resumen la diferencia entre el nuevo sistema y los anteriores, y en especial si centramos la comparación con el sistema de fungibilidad.

Existen dos grandes objetivos básicos en la renovación de nuestra liquidación, que coinciden con ser los objetivos identificados por otros países y organizaciones internacionales en su intento de adaptar la liquidación internacional con anterioridad a la finalización del año 1992. Estos dos objetivos, en los que cualquier otro podría llegar a traducirse, son *eficiencia y seguridad*.

La eficiencia no debe ser entendida sólo como la reducción de costes en la ejecución de los procesos propios de los servicios centrales, tales como las sociedades rectoras o el Servicio de Compensación y Liquidación, sino que hay que entenderla también, y no menos importante, como la disminución de coste, esfuerzo y tiempo en la realización de las tareas propias de las entidades relacionadas con la liquidación, y en particular en las entidades adheridas.

De hecho, las tareas de estas entidades representan una aportación al coste global de la liquidación de las operaciones muy superior a la que proviene de los servicios centrales, por lo que es en ese área donde la ganancia de eficiencia puede conseguir un mayor beneficio para el mercado en su conjunto. Más aún, el sistema central deberá ser de mayor envergadura que el actual, requiriendo una cierta inversión en *hardware* y *software* que le ponga en disposición de crear la infraestructura que permita a las entidades adheridas reducir sus costes variables actuales, aunque siempre mediante la realización de ciertas inversiones adicionales en sus propias instalaciones.

Existen varios aspectos concretos de la liquidación actual sobre los que pueden observarse ga-

nancias potenciales de eficiencia, y a los que consecuentemente el proyecto ha dedicado especial atención:

- La eliminación de los títulos físicos, evitando de esta manera los costes del depósito actual y los esfuerzos relacionados con las comprobaciones en las inclusiones, la configuración de paquetes y el intercambio de éstos entre entidades.
- La integración de la liquidación de las cuatro bolsas y de los diferentes tipos de valores bursátiles, con el consiguiente ahorro administrativo en las entidades al contar con un único procedimiento y un único interlocutor.
- Una mayor rapidez y automatismo en los diferentes flujos de información que intervienen a lo largo del ciclo de la liquidación, sólo alcanzable mediante una estrecha interconexión entre las entidades adheridas y el Servicio, y una implantación de soluciones ágiles de transferencia de información que sustituyan los mecanismos actuales que, sobre papel o cinta magnética, implican cierta intervención manual y pérdida de tiempo y fiabilidad.

La seguridad, por otra parte, es un objetivo complementario de la eficiencia, en relación con el cual nuestros actuales sistemas de liquidación tienen igualmente que mejorar. También, en relación con la seguridad, pueden identificarse cuatro áreas potenciales de mejora a las que el proyecto ha dedicado especial atención:

- La reducción del ciclo de liquidación, pasando éste a diario y tendiendo a acortar los plazos. De esta forma se consigue no sólo una reducción del volumen total de saldos pendientes de liquidar y, por lo tanto, una menor exposición al riesgo, sino también un menor plazo de tiempo para cerrar la posición contable que cada entidad tiene en relación con una fecha de contratación dada, y consecuentemente un menor plazo para la resolución de operaciones financieras tales como pagos de dividendos, suscripciones, conversiones, etcétera.
- La disminución del plazo de recompra, entendiendo por tal el plazo que se concede a una operación de venta vencida antes de dirigirla a la recompra. La reducción de este plazo implicará una menor exposición al riesgo de oscilación de los precios que pudiera distanciar el importe de la venta retenida del de financiación de la recompra. Sin embargo, y al igual que en el punto anterior, más importante aún que el efecto de reducir el riesgo de precio es la disminución del plazo para cerrar la situación contable de cada día de contratación.

- Una tercera área relacionada con la seguridad, en la que el proyecto pone especial interés, es la cobertura de operaciones de venta vencidas mediante la aplicación de préstamo de valores, alargando de esta manera el plazo de entrega de valores a la entidad vendedora sin dejar de entregar valores a la parte compradora.

- Por último, se instrumentará un cobro de garantías diarias a las entidades que mantengan posiciones de venta vencidas, pretendiendo con ello ajustar el importe retenido a la evolución del precio

del valor en el mercado, tal y como se ha venido en llamar el mecanismo de *market-to-market*.

Finalmente, cabe afirmar que el modelo desarrollado cumple, básicamente, con las recomendaciones elaboradas por el «Grupo de los Treinta», con lo que en el momento en que esté en funcionamiento, que previsiblemente será en el primer semestre de 1992, el sistema de compensación y liquidación de los mercados bursátiles españoles estará alineado con los estándares internacionales más exigentes.

# EVOLUCION HISTORICA Y REFORMA DEL SISTEMA DE LIQUIDACION DE LAS OPERACIONES BURSATILES

José Luis LOPEZ DE GARAYO Y GALLARDO

## 1. LA NECESARIA REFORMA DE LA LIQUIDACION BURSATIL DENTRO DE LA REFORMA DE LA BOLSA ESPAÑOLA

La Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, recoge en su exposición de motivos el objetivo básico de la reforma de nuestra Bolsa: «la necesidad de potenciar nuestro mercado de valores ante la perspectiva, en 1992, de un mercado europeo de capitales».

Dentro del desarrollo de esta reforma ya hemos asistido a los siguientes actos:

- Sustitución de los órganos rectores de las Bolsas: las juntas sindicales de los colegios de agentes de cambio y bolsa han dejado paso a las sociedades rectoras, cuyo capital se reparte entre los miembros del mercado.
- Traspaso de la supervisión y del control administrativo, que ha pasado del Ministerio de Economía a la Comisión Nacional de Mercado de Valores.
- Sustitución de los miembros del mercado: los agentes de cambio y bolsa han sido reemplazados por las sociedades y agencias de valores y bolsa.
- Mejora del sistema de contratación, aunque sin abandonar totalmente el sistema tradicional de correo. El 90 por 100 de lo negociado en la actualidad se realiza a través del sistema de contratación asistido por ordenador, denominado también mercado continuo.
- Interconexión de las cuatro plazas bursátiles, que ahora se unen en un único mercado dependiente de la sociedad de bolsas, titular del sistema informático interconectado.

El desarrollo lógico de la reforma exige que, una vez terminada la modificación de las instituciones y del sistema de contratación, se aborde la reforma de la liquidación bursátil, pieza clave en la eficien-

cia y prestigio de una bolsa de valores y en la que ya se viene trabajando desde la entrada en vigor de la Ley, tanto por las sociedades rectoras como por los miembros del mercado, bajo la coordinación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Porque, además, si mejorar la liquidación es la inversión más rentable a medio plazo para cualquier mercado, lo es mucho más en este momento, ya que con la entrada en vigor del Acta Unica europea y la libertad de movimientos de capitales que ésta conlleva, tarde o temprano se podrá comprar cualquier valor europeo en cualquier bolsa europea, y se elegirá por parte de los grandes inversores institucionales para la ejecución de sus operaciones aquel mercado que liquide con más agilidad y perfección, siempre que las exigencias administrativas y el tratamiento fiscal de las operaciones sea equiparable. Y cuando un mercado tiene fama de liquidar mejor que otro genera una espiral de operaciones hacia ese mercado, porque al incrementarse en él el volumen intermediado en acciones de un país determinado, los grandes inversores trasladan sus posiciones de compra o venta a ese mercado por ser más fácil obtener en él contrapartida. Esta espiral en la que la facilidad de contrapartida genera atracción sobre el negocio de otras plazas fue sufrida por las bolsas periféricas (Barcelona, Bilbao y Valencia) con respecto a la Bolsa de Madrid antes de la interconexión de los cuatro mercados. Y es la misma espiral que viene sufriendo la Bolsa de París con respecto al SEAQ (1) de la Bolsa de Londres, que ya acapara más de un tercio de la contratación global sobre valores franceses.

## 2. REFERENCIA HISTORICA Y OPERATIVA DE LA LIQUIDACION EN LA BOLSA ESPAÑOLA

Definía Rodrigo Uría el contrato bursátil como «aquel realizado en Bolsa con intervención de

agente de cambio y bolsa». Tras la reforma del mercado de valores podríamos definir el contrato de compraventa bursátil como «aquel contrato de compraventa de valores mobiliarios efectuado en bolsa con intervención de un miembro del mercado, sea éste agencia o sociedad de valores y bolsa».

La liquidación no es sino el momento en que se produce el cumplimiento de las obligaciones recíprocas del comprador y vendedor derivadas del contrato de compraventa bursátil. Es el acto en el que el vendedor entrega la «cosa» (los valores mobiliarios admitidos a cotización oficial objeto de la compraventa) y el comprador «el precio cierto en dinero o signo que lo represente», siguiendo la terminología del artículo 1.445 del Código Civil.

En la práctica, el movimiento de dinero y títulos entre comprador y vendedor se transformaba, dada la intervención obligatoria de fedatario para reforzar la seguridad jurídica de la transacción, en un trasvase de dinero y títulos entre despachos de los agentes de cambio y bolsa que habían cerrado la operación por cuenta de su comitente, comprador o vendedor. Los bancos también tenían un papel preponderante, por ser normalmente los depositarios de los títulos, y asimismo la junta sindical actuaba como órgano interpuesto para evitar los movimientos bilaterales de dinero innecesarios, dando origen a la compensación bursátil.

La liquidación comprendía, antes de la reforma de 1974, numerosos pasos que la hacían muy poco ágil. Así, por lo que se refiere al movimiento de los títulos, se asistía en cada operación al siguiente proceso: levantamiento del depósito de los títulos vendidos, que se entregaban al agente vendedor tras comprobación individualizada de los mismos. El despacho del agente vendedor procedía al recuento de los títulos entregados por la entidad depositaria y, tras comprobar su regularidad, se registraba pormenorizadamente su numeración, tanto en sus libros de operaciones como en los vendís. Posteriormente, se procedía al traslado físico de los títulos desde la oficina del agente vendedor a los locales de liquidación señalados por la junta sindical de cada bolsa. Al ser entregados los valores al agente comprador se producía nuevamente la operación de recuento, examen de la regularidad y nuevo traslado a los locales de éste, donde se procedía a individualizar numéricamente los valores en las pólizas de propiedad y en los libros-registro. Acabada la labor del agente, se entregaba de nuevo al comitente-comprador o a la entidad que éste hubiera indicado para el depósito.

Cuando los títulos eran nominativos, la opera-

ción de liquidación precisaba la confección de actas de transferencia, envío de las mismas a la entidad emisora, toma de razón por parte de ésta, expedición de nuevos extractos, etcétera.

Como es fácil comprender, a medida que iban aumentando los títulos en circulación y el volumen de contratación se iba produciendo un retraso en los plazos de liquidación, que se establecían en el artículo 67 del Reglamento de las Bolsas de Comercio en siete liquidaciones para los valores al portador y quince liquidaciones para los valores nominativos. Se iba formando un atasco o cuello de botella que hubiese significado, sin duda alguna, un colapso en la liquidación de no haberse procedido por parte de las autoridades bursátiles a la adopción de una serie de medidas parciales, como la creación del SERLIDE (Servicio de Liquidación de Derechos) y del SERLIVAL (Servicio de Liquidación de Valores), para evitar la tradición manual y la documentación numérica de los cupones, y para conseguir una regularidad en la liquidación, con la intervención de la junta sindical en la determinación de las partidas a liquidar.

Estas medidas de mejora culminaron con el diseño y aprobación de un nuevo sistema de liquidación y compensación de operaciones en bolsa y depósito de valores mobiliarios, regulado en el Decreto 1128/1974, de 25 de abril, con desarrollo posterior en la Orden de 20 de mayo de 1974.

La reforma del sistema de liquidación del año 1974 trata de avanzar en los siguientes aspectos:

- a) Evitar trabajos innecesarios como consecuencia de la repetición de operaciones y, sobre todo, de la manipulación física de los títulos. (Los liquidadores todavía recuerdan las sesiones interminables de corte de cupones con tijera en las ampliaciones de capital o para el cobro de dividendos).
- b) Limitar el aumento progresivo de las posibilidades de errores que se producirían, al repetirse la transcripción de datos y existir numeración específica de los títulos.
- c) Facilitar la contratación bursátil agilizando la liquidación, sin mermar el régimen de garantías jurídicas y económicas de los titulares de valores mobiliarios.

Para conseguir los avances antes mencionados, el sistema de liquidación del año 1974 recogió varias ideas inspiradoras del desarrollo técnico en él contenido, y que son en esencia las siguientes:

- a) Fungibilidad de los títulos del sistema: dentro del sistema los títulos son sustituibles entre sí.

b) Limitación funcional de la numeración: el sistema entrega cualquier título que tenga los mismos derechos políticos y económicos. Con ello se elimina la necesidad de su numeración.

c) Inmovilidad física de los títulos: no estando los títulos diferenciados por su numeración, se reduce al mínimo su movimiento físico. Sólo se entregan o reciben los saldos de altas y bajas en los depósitos.

Quedaban incorporados al sistema los agentes de cambio y bolsa y las juntas sindicales, siendo entidades adheridas de forma voluntaria los bancos y las cajas de ahorro.

En cuanto a los valores susceptibles de inclusión en el sistema, habían de ser títulos al portador (o nominativos con autorización de la emisora), admitidos a cotización oficial, que estuviesen en posesión de una entidad adherida o bajo custodia de un agente de cambio y bolsa, y que no se hallasen afectos por cualquier condición o circunstancia que impidiese su tratamiento como fungibles.

Decidida por la junta sindical la inclusión en el sistema, las entidades adheridas debían enviar la numeración de los títulos incluidos y una relación de los depósitos constituidos en ellas, así como el número de títulos que comprendían, asignando a sus depósitos y a sus carteras de títulos incluidos en el sistema unas claves cifradas denominadas «referencias técnicas». Posteriormente, las juntas sindicales asignaban a cada una de las compras que se producían tras la inclusión una referencia técnica que, junto a las RTs que las entidades adheridas asignaron a sus depósitos, posibilitaban más tarde la liquidación de las ventas.

Para atender a las necesidades de liquidación de los títulos sometidos a este nuevo sistema, cada junta sindical organizó su propio servicio de liquidación y compensación que llevaba el control de los títulos, así como el registro y seguimiento contable de las operaciones.

En dicho servicio se abrían cuentas independientes de efectivo y de títulos que se cancelaban en distintos momentos. Así, se abrieron a cada agente mediador o entidad adherida cuentas de movimientos de título por cada clase de valor, y en ellas se les abonaban y cargaban, respectivamente, el número total de títulos comprados y vendidos en cada sesión de bolsa. Posteriormente, la liquidación multilateral establecida periódicamente por la junta sindical fijaba por compensación los saldos finales, deudores o acreedores, en efectivo y por cada clase de valor. Se entendían entregados y recibidos los títulos valores cuando se verificaban

las anotaciones contables de abono y cargo por el servicio de liquidación y compensación de la bolsa correspondiente.

Este esquema general de actuación venía complementado por otras mejoras destacadas:

- El ejercicio de los derechos incorporados a los títulos incluidos en el sistema dejaba de exigir la presentación física de los mismos, que podía sustituirse por la relación numérica de los depositados en cada entidad adherida o de los custodiados por cada agente de cambio y bolsa. En la liquidación relativa al día en que se pagaba un dividendo, cupón o cualquier otro derecho económico, se abonaba o cargaba a cada entidad adherida, junta sindical o agente de cambio y bolsa, el importe de los dividendos, cupones o derechos que correspondían a los títulos de que fuesen acreedores o deudores.

- En la formalización de las operaciones ya no era precisa la individualización de los títulos por su numeración. La póliza de operaciones al contado mencionaba, en su lugar, la referencia técnica que le asignaba el servicio de liquidación de cada bolsa.

- Fue creado por las juntas sindicales un organismo de enlace entre sus respectivos servicios de liquidación, denominado Servicio de Coordinación de las Bolsas Españolas. Dicho Servicio realizó un enorme esfuerzo de relación entre los distintos archivos de referencias técnicas y datos cruzados. Gracias a él se pudieron detectar y reducir los descuadros que se iban produciendo en el sistema y, además, se pudo generalizar la operatoria cruzada entre dos bolsas de valores, al poderse vender en una bolsa títulos comprados en otra distinta con un menor riesgo de resultar «atrapado» en una liquidación. Esto supuso, sin duda, un gran impulso para las operaciones de arbitraje, con las ventajas que éste conlleva como mecanismo «igualador» de precios, permitiendo además la llegada de «papel» a los mercados con escasez en cuanto a la oferta de títulos, como era generalmente el caso de las bolsas periféricas.

### **3. EL PROBLEMA DE LOS TÍTULOS NOMINATIVOS**

---

La reforma de la liquidación del año 1974 supuso, sin duda, un notable avance para nuestro mercado, aprovechándose las ventajas de la informática. En la práctica se consiguió la desmaterialización de los títulos al portador, logrando para éstos una enorme reducción en los plazos de liquidación

y, sobre todo, un conocimiento previo y cierto de estos plazos.

Así, por ejemplo, en el caso de la Bolsa de Madrid, la fecha de liquidación de efectivo (cobro de una venta o pago de una compra) ha sido desde entonces el último día de la semana siguiente a aquella en que se efectuó la operación. En cuanto a la justificación de RTs en una venta, ésta debe efectuarse hacia la mitad de la semana siguiente a aquella en que se efectuó la venta. De no hacerse así, se entraría en período de recompra por parte de la junta sindical (hoy sociedad rectora), que ejecutaría lo establecido en el artículo 77 del Código de Comercio y en el artículo 165, en relación con el 17.g), del Reglamento de Bolsas de Comercio de 30 de junio de 1967, que aún son de aplicación en esta materia.

Esta homogeneización de los plazos de liquidación, unida al control de las operaciones pendientes de liquidar, es una enorme e indiscutible ventaja del sistema de liquidación entonces establecido.

No obstante, aunque el sistema de liquidación del año 74 preveía como posibilidad la inclusión en el mismo de los valores nominativos, sin embargo, en la práctica, ninguna emisora dio su consentimiento para la inclusión de sus acciones en el sistema, por cuanto ello suponía una cierta pérdida de control sobre las transmisiones que tenían por objeto las acciones de la sociedad.

Aun así, las distintas bolsas trataron de mejorar sus sistemas de liquidación sobre valores nominativos, consiguiendo eliminar transcripciones de numeración al exigir a las entidades depositarias vendedoras la entrega de soportes magnéticos con el detalle de sus ventas, con su numeración incluida. Por otra parte, también se acortaron los plazos, al suprimirse los extractos provisionales entregándose a las setenta y dos horas los extractos definitivos, con lo que se agilizó la liquidación a los compradores.

Pero, a pesar de todo, el plazo mínimo de liquidación de estos títulos venía siendo de tres semanas, lo que resultaba un obstáculo para la incorporación de los títulos nominativos al mercado continuo, que lógicamente agravaría el problema al cruzarse en él operaciones entre miembros de los cuatro mercados.

Para facilitar la incorporación de los títulos nominativos al sistema bursátil interconectado a lo largo de 1990, y avanzar en la dirección de la orientación dada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores en lo que se refiere a la implantación del futuro sistema de liquidación y compensación, se

aprobó, por parte de las bolsas y las entidades emisoras, una «Propuesta de incorporación de valores nominativos al sistema de fungibilidad del Decreto de 25 de abril de 1974». Sigue los mismos procedimientos del actual sistema de fungibilidad, modificándolos en aquellos aspectos que sean exigidos por la particular naturaleza de los títulos nominativos y su peculiar régimen jurídico.

Los principales beneficios que se pretendían conseguir con esta incorporación de los valores nominativos al sistema fungible eran los siguientes:

- Agilizar su proceso de liquidación disminuyendo los plazos medios al reducirse los plazos del sistema nominativo (tres semanas) a los plazos estándar del sistema fungible (siete días).
- Avanzar hacia la seguridad de liquidación en fechas predeterminadas.
- Disminuir los costes operativos del sistema por la eliminación de los extractos físicos y su manipulación.
- Mayor racionalidad operativa y funcional, al integrar en un único sistema de liquidación a los valores nominativos y al portador.
- Avanzar, gracias a esta homogeneización, en la mejora del sistema fungible, sustituyendo los envíos físicos de cintas por transmisiones de ficheros, etcétera.
- Actualizar de forma más ágil los registros de accionistas que llevan las emisoras.

Las modificaciones sustanciales que se introdujeron en los anteriores procedimientos de liquidación, de valores nominativos, para mantener la filosofía del sistema de fungibilidad fueron los siguientes:

- a) Fungibilidad de los valores y desaparición de los extractos físicos individualizados, así como de la adscripción de las numeraciones a las operaciones que se realizan sobre las acciones incluidas en el sistema.
- b) Incorporación al sistema de las numeraciones, adscribiéndolas a extractos globales a favor de cada entidad depositaria.
- c) Utilización de referencias técnicas asociadas a los datos del accionista en el registro de la emisora.
- d) Normalización de la estructura de la referencia técnica del nominativo, puesto que esta RT, además de servir a la liquidación bursátil y al depósito, debe permitir a la emisora cubrir los requisitos de inscripción en su registro de accionistas, como

dato identificativo que sustituiría al anterior número de extracto.

e) Intercambios de información entre las bolsas y cada emisora que se canalizarán a través de un solo punto (una de las sociedades rectoras). Era precisa la interconexión entre las cuatro sociedades rectoras a través de un sistema de teleproceso de ficheros. También había que establecer un sistema de conexión similar entre cada una de las sociedades emisoras y la sociedad rectora centralizadora.

El procedimiento operativo comprende la presentación por parte de los miembros del mercado de su justificación de referencias técnicas. Se chequean éstas y el número de títulos con los ficheros de las distintas sociedades rectoras. La sociedad rectora centralizadora envía a la sociedad emisora un fichero de «Referencias Técnicas a verificar», que contendrá las RTs y número de títulos considerados como válidos por las bolsas, acompañados de los nombres de vendedores comunicados en las operaciones de venta. La sociedad emisora, a su vez, procede a chequear los títulos vendidos con los que tiene asignados a las correspondientes RTs en su registro de accionistas. Posteriormente se genera por las sociedades rectoras el estado de liquidación, una vez validadas las RTs y número de títulos por la emisora.

f) Se mantiene la cuenta de liquidación sin modificaciones, integrándose tanto por los valores nominativos como al portador.

g) Por último, se establece para los títulos nominativos la emisión de un «Acta Múltiple de Transferencia» por parte de la sociedad rectora que centralice las relaciones con la emisora. Este Acta se genera a partir de todas las compras y todas las ventas presentadas a liquidación que hayan sido remitidas por todas las bolsas a la sociedad rectora centralizadora. Su finalidad es permitir a la emisora proceder a dar las altas y bajas en el registro de accionistas.

La implantación del sistema de fungibilidad a los títulos nominativos está siendo un éxito. A lo largo de 1990 se han ido incorporando al mercado continuo gran cantidad de valores nominativos, previa autorización de las emisoras, y de manera casi paralela se han ido incorporando al sistema fungible. Sobre todo, era importante la incorporación de los valores bancarios al nuevo sistema de contratación para el respaldo definitivo de éste, y hay que destacar el alto grado de colaboración que, desde el primer momento, presentaron los bancos, que permitieron a partir de octubre de 1990 la incorporación de sus títulos al sistema de fungibilidad, con-

siguiéndose con ello una fuerte reducción en los plazos medios de liquidación en la bolsa española, lo cual ha mejorado, sin lugar a dudas, la imagen de nuestro mercado. No podemos olvidar que la crítica generalizada de los inversores extranjeros hacia la lentitud en la liquidación en la bolsa española no era sino una crítica indirecta a la liquidación de los valores bancarios, dada su fuerte proporción en la capitalización bursátil de nuestro mercado y su más lenta liquidación por tratarse de valores nominativos no incluidos anteriormente en el sistema de fungibilidad.

Para ser justos hay que decir, no obstante, que los bancos, conscientes de estos problemas, habían establecido hace años, para la operatoria con inversores institucionales extranjeros, un sistema de liquidación paralelo al de la Bolsa, denominado *rapport*, en el que el propio banco aseguraba el cumplimiento de un corto plazo de liquidación tanto en la compra como en la venta, con independencia del plazo que exigiese la liquidación de bolsa. Esta seguridad en el calendario de liquidación facilitada por el sistema de *rapport* fue uno de los elementos básicos que permitieron el mantenimiento por parte de los extranjeros de un cierto nivel de confianza en nuestro mercado, incluso después del *crack* de 1987.

#### **4. DESCRIPCION DEL NUEVO SISTEMA DE LIQUIDACION DE OPERACIONES BURSATILES**

---

Como señalábamos anteriormente, el desarrollo lógico de la reforma de nuestro mercado de valores exige que se aborde en el momento actual la reforma de la liquidación bursátil.

La Ley del Mercado de Valores de 28 de julio de 1988 contenía, en este sentido, dos novedades importantes que afectaban a la liquidación de las operaciones de bolsa:

1) *Anotaciones en cuenta*: en los artículos 5 y siguientes de la Ley se establece que «los valores negociables podrán representarse por medio de anotaciones en cuenta».

2) *Servicio de Compensación y Liquidación*: en el artículo 54 se señala que: «Se constituirá una sociedad anónima que, con la denominación de Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, tendrá por funciones:

— Llevar el registro contable correspondiente a valores admitidos a negociación en las bolsas de valores y representados por medio de anotaciones en cuenta.

— Gestionar, en exclusiva, la compensación de valores y de efectivos derivadas de la negociación en las bolsas de valores».

Pues bien, a los pocos meses de la entrada en vigor de la Ley, la Comisión Nacional del Mercado de Valores ha desarrollado un trabajo en paralelo que, siguiendo las directrices establecidas por el legislador y atendiendo a las recomendaciones del Grupo de los Treinta (2), va a permitir que, a lo largo de 1992, si se cumplen las previsiones, lleguemos a disponer de uno de los sistemas de liquidación más avanzados a nivel internacional.

Este trabajo en paralelo ha consistido, por una parte, en elaborar un «Real Decreto sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles», y por otra, en avanzar en el diseño técnico del nuevo sistema de liquidación.

Los objetivos del diseño técnico del nuevo sistema de liquidación son dos: eficiencia y seguridad. Para mejorar la eficiencia (lo que supone conseguir una mayor economía en los costes y en el trabajo de los miembros del mercado y entidades adheridas en la realización de sus funciones) se propone la desmaterialización de los valores mediante la anotación en cuenta. El objetivo de seguridad inspira el intentar conseguir una liquidación diaria en cinco días (D + 5), disminuyendo así los importes acumulados pendientes de liquidar. También es la razón de la utilización de la figura del préstamo de valores como método de cobertura para operaciones que no se consigan liquidar en el plazo requerido.

La anotación en cuenta se constituye como uno de los pilares del nuevo sistema, puesto que el RD la exige como «condición necesaria para la admisión a negociación en bolsa de un valor». La llevanza del registro contable de los valores admitidos a negociación en bolsa corresponderá al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, a cuyo cargo estará el registro central, y a las entidades adheridas al mismo.

En el Servicio de Liquidación se llevarán cuentas que reflejen el saldo que cada entidad adherida mantenga en cada tipo de valor, y a su vez, en los registros contables de las entidades adheridas se llevará cuenta con referencia a cada valor del saldo que corresponda a cada titular. El saldo de posición de los valores depositados en una entidad adherida estará descompuesto en registros más elementales que se corresponderán con operaciones de compra, inclusiones y altas por otras operaciones, y que vendrán identificados mediante un

código denominado RR o referencia de registro. La relación de RRs se actualizará a través de la justificación de ventas, exclusiones u otras bajas.

Tanto los actuales valores nominativos, como los al portador, se representarán a través de anotaciones en cuenta. Sin embargo, a efectos de mantener el servicio actualmente ofrecido a las entidades emisoras de valores nominativos, se les seguirá comunicando por parte del Servicio de Compensación y Liquidación la identificación de los titulares de las compras y ventas de sus valores. Este servicio les permitirá seguir manteniendo su registro de accionistas al día.

Pieza básica del sistema es también, junto con la anotación en cuenta, el Servicio de Liquidación y Compensación. Se trata de una sociedad anónima cuyo capital se repartirá de la siguiente forma:

- 40 por 100 entre las sociedades rectoras, en función de su respectivo volumen de contratación (con posibilidad también de incluir a aquellos miembros del mercado independientes que hubiesen manifestado su deseo de estar representados en el capital de forma directa).
- 60 por 100 entre las entidades adheridas (bancos y cajas). Entre ellos se reparte en función de su cuota respectiva en la liquidación. Para el reparto se considera a cada grupo financiero como un todo, incluyendo a la casa matriz, filiales y sociedades de valores.

La razón que ha facilitado la Comisión Nacional del Mercado de Valores para este reparto accionario es que las entidades adheridas realizan actualmente más del 75 por 100 de la liquidación, y por otra parte, también son los bancos y cajas quienes más tendrán que invertir para posibilitar que sus equipos y sistemas de liquidación se adapten a los exigidos por el registro central de anotaciones en cuenta para valores bursátiles.

Aunque este registro central, así como las funciones automáticas relacionadas con esta información, serán centralizadas en el Servicio de Compensación y Liquidación, sin embargo se pretende una descentralización del servicio a las entidades. Así, se constituirán oficinas locales del Servicio con el fin de que las entidades, tanto liquidadoras como emisoras, puedan recibir una atención personalizada en cada plaza bursátil. Se trata de que la liquidación se produzca en la plaza correspondiente y de que la relación entre el miembro del mercado con su mercado sea equiparable en las cuatro bolsas. Estas oficinas locales del Servicio canalizarán el acceso de las entidades que operan en cada plaza al sistema central y tratarán de aprovechar,

en la medida de lo posible, los recursos actualmente destinados por las rectoras a sus funciones de liquidación. Las funciones de estos servicios locales incluirán la entrada de datos de entidades asignadas, el control y seguimiento de incidencias en las operaciones, la recogida y distribución de cintas magnéticas, etcétera.

En cuanto al mecanismo y los plazos de liquidación, ésta se realizará de forma continua, liquidando en base diaria (la liquidación correspondiente a cada día de la bolsa tendrá lugar un número prefijado de días después). El objetivo propuesto inicialmente por el Comité Técnico ha sido un plazo de cinco días hábiles (D + 5). No obstante, y con carácter previo, se transformará la liquidación por períodos contables semanales en liquidación diaria, sin acortar los plazos medios actuales ni los períodos de recompra, con la finalidad de permitir a las entidades adaptarse a los nuevos procedimientos.

Otro aspecto importante es que en el mismo día de la contratación deberá cuadrarse ésta por parte de las rectoras (cierre de la contratación en D), debiéndose ceder al Servicio de Liquidación antes de las veintiuna horas de D los registros que identifiquen los importes, títulos y cambios de las ejecuciones de compra o venta realizadas por los miembros de su mercado. Sólo dos posibles tipos de operaciones referidas todavía a la contratación en D pueden ser cedidas por las rectoras al Servicio antes de las diez horas de D + 1: las operaciones realizadas fuera del mercado y las anulaciones de supervisión del mercado continuo.

En lo que se refiere al desglose de las operaciones por parte de los miembros del mercado, el plazo normal para comunicarlo a las rectoras expira a las diecinueve horas del día D + 2, considerándose que, desde ese momento hasta la misma hora de D + 3, se continuará en disposición de recibir desgloses, pero con el fin de que este segundo plazo sea aprovechado para la justificación retrasada de operaciones o rectificaciones a desgloses anteriores. En ningún caso los desgloses o las rectificaciones a desgloses pueden alterar el cuadro previo de la contratación.

Este desglose de las ejecuciones realizadas en el mercado ha de hacerse en forma de operaciones individualizadas por clientes y con identificación de la entidad adherida que realizará la liquidación. Podrá ser presentado el desglose de forma continua, es decir, a medida que se disponga de la identificación de los clientes y, por tanto, sin concentrar toda la comunicación en el último momento, sino aprovechando todo el plazo antes mencionado.

Por su parte, las rectoras deberán comunicar al Servicio de Compensación y Liquidación los desgloses recibidos, también de forma continua y en el menor plazo de tiempo posible. Junto con la descripción de cada operación desglosada, las rectoras añadirán un código adicional de operación que tendrá el mismo formato que el de la referencia de registro y coincide con ser la propia RR cuando se trata de compras. Esta RR asignada por la rectora deberá ser considerada como provisional mientras la compra no sea definitivamente liquidada.

Las rectoras adaptarán sus sistemas de comunicación con las entidades financieras, y en particular con los sistemas de *routing*, tanto para aprovechar la captura de órdenes como operaciones de desglose, evitando la doble entrada de información, como para informar de la ejecución de órdenes y asignación de referencias de registro simultáneamente.

En general, el nuevo sistema, tal como ha sido diseñado por el Comité Técnico Asesor, propugna una interconexión electrónica entre las entidades participantes y el Servicio de Compensación y Liquidación, de tal forma que la transmisión mutua de información se realice a través de líneas de comunicación en lugar de entregar cintas magnéticas, consiguiéndose de esta manera un mayor grado de automatismo, con la consiguiente eficiencia, agilidad y seguridad en el tratamiento de la información. Se pretende establecer para ello una red de comunicaciones que interconecte a los miembros del mercado, entidades adheridas, emisoras, rectoras y al propio Servicio de Compensación y Liquidación.

Otra novedad que presenta el sistema de liquidación, en la línea de las recomendaciones del Grupo de los Treinta, es la figura del préstamo de valores para evitar las recompras en las ventas sin justificar. Las entidades adheridas liquidadoras de las ventas deberán justificar éstas mediante la presentación de las referencias de registro que identifiquen los valores vendidos. Esta justificación deberá realizarse antes de las diecinueve horas del día D + 4. Pues bien, cuando una entidad que tuviera ventas pendientes de justificar considere que no va a llegar a tiempo para cumplir con su liquidación, podrá solicitar al Sistema de Compensación y Liquidación la asignación de un préstamo de valores para cubrir dichas operaciones. Se pretende evitar la recompra o añadir inflación de valores al sistema.

Podrán tener la condición de prestamistas las entidades adheridas con sus valores o los de sus

clientes, previo contrato entre ambos para poder ser utilizados por el Servicio, y de esta manera poder prorrogar la justificación de ventas. Se considerará que el prestatario de los valores es el propio Servicio de Compensación y Liquidación, debiendo ser éste el responsable de devolver los valores originales a las entidades prestamistas cuando sus valores queden liberados por la correcta justificación de las operaciones vencidas.

La asignación de préstamo supondrá para el Servicio el cobro de una comisión fija a la entidad a la que se le aplique. Por otra parte, las entidades que cedan valores como prestables podrán marcar una remuneración exigible, que se establecerá como un tipo de interés diario sobre el importe, que a su vez se calculará como producto del número de valores prestados por el precio medio ponderado de la cotización del valor en el día en que el préstamo entra en vigor. La liquidación de los intereses del préstamo se realizará a su vencimiento.

Por último, en aquellas operaciones de venta no justificadas que no puedan ser amparadas en un préstamo de valores por carecer el sistema de suficientes valores prestables, al igual que en aquellas cuyo préstamo hubiere expirado sin ser justificadas las ventas, serán reconducidas a la compra.

Hasta aquí la breve descripción del nuevo sistema de liquidación basado en el estudio del Comité Técnico Asesor.

En cuanto al calendario de actuaciones que este Comité Técnico y la propia Sociedad Promotora del Servicio de Liquidación han establecido para poner en marcha el sistema, podríamos destacar las siguientes fases:

a) *A lo largo de 1991:*

- Constitución de la Sociedad Promotora del Servicio de Compensación y Liquidación.
- Finalización del diseño del sistema y dimensionamiento del servicio de coordinación, que pasará a integrarse en el Servicio de Compensación y Liquidación.
- Interconexión informática de las rectoras entre sí, de las rectoras con el Servicio de Coordinación y de los miembros del mercado y entidades adheridas con las sociedades rectoras.
- Implantar para esta conexión un procedimiento estándar de transferencia de ficheros, suspendiendo en la medida de lo posible el intercambio de información a través de soporte magnético.

- Intentar la liquidación en D + 7, como paso previo al objetivo final de D + 5.

- Centralización de ficheros en el servicio de coordinación, que pasará ulteriormente a transformarse en Registro Central de Anotaciones en Cuenta.

b) *Durante 1992:*

A partir de marzo se prevé el inicio del funcionamiento del sistema, operando ya en la modalidad de anotaciones en cuenta.

## 5. ANALISIS DEL NUEVO SISTEMA DE LIQUIDACION DESDE LA PERSPECTIVA DE UN MIEMBRO DEL MERCADO

Es indudable que, desde el punto de vista de la eficiencia, la reforma del sistema de liquidación va a ser la de más trascendencia de todas las realizadas en nuestro mercado de valores desde la publicación de la Ley de 28 de julio de 1988. Con las anotaciones en cuenta y la liquidación en cinco días de las operaciones bursátiles, nuestro mercado va a disponer de uno de los sistemas más rápidos y eficaces del mundo. Ello nos permitirá competir incluso con los sistemas de liquidación más avanzados que se están desarrollando en mercados aparentemente más potentes, como son los casos del sistema TAURUS (Transfer and Automated Registration of Uncertified Stock) en la Bolsa de Londres y el RELIT (Règlement et Livraison de Titres) en la Bolsa de París. De hecho, las fuertes inversiones que están llevando a cabo estos mercados en sus sistemas de liquidación tienen como razón el miedo a que mercados más pequeños como el nuestro, pero con sistemas de liquidación más rápidos y eficaces puedan acceder, gracias a ello, a una mayor cuota en el inevitable futuro mercado europeo de valores.

Desde la perspectiva de un miembro del mercado, la reforma de la liquidación presenta enormes ventajas, aunque no dejan de existir algunas sombras, que han sido puestas de manifiesto por la Asociación del Mercado de Valores. Pasamos a exponer a continuación unas y otras.

a) *Ventajas del nuevo sistema de liquidación*

- Se consigue seguridad en el calendario de liquidación, tanto para títulos nominativos como al portador, y paralelamente se produce un acortamiento radical en los plazos de liquidación. Ello va a redundar necesariamente en una mayor agilidad

en la contratación, favoreciendo el incremento del volumen intermediado en nuestro mercado.

- Tanto la seguridad como el acortamiento de los plazos de liquidación son dos puntos fuertes que favorecerán el incremento de la inversión extranjera en nuestra bolsa. De una parte, atraeremos más inversión especulativa que busca entrar y salir con rapidez, pasando de un mercado a otro, aprovechando las coyunturas bursátiles. De otra, la inversión institucional va a sentirse más segura. Los gestores de fondos podrán mantener una mayor proporción de un capital invertido en el mercado, reduciendo la proporción de liquidez que necesitan para hacer frente a posibles solicitudes de reembolso de las participaciones. Pueden así luchar mejor contra el índice en épocas de bolsa alcista.

- El menor volumen pendiente de liquidar hace que sea menor el riesgo del sistema.

- Se producirá una reducción de los costes administrativos como consecuencia de la mayor racionalidad en los procedimientos, evitando duplicidades y aprovechando tratamientos de información ya efectuados. También, como consecuencia de la desaparición física de los títulos, se consiguen economías en cuanto a los espacios para depósito de los mismos, evitándose los descuadros que se daban en el sistema anterior.

- La interconexión informática entre los miembros del mercado, las rectoras y el Servicio de Compensación y Liquidación va a suponer mejorar la eficiencia, agilidad y seguridad en el tratamiento de la información, disminuyendo la posibilidad de errores.

- Las oficinas locales del Servicio de Compensación y Liquidación van a permitir una cercanía del servicio a los miembros del mercado, entidades adheridas y emisoras.

Al liquidarse en la plaza correspondiente se va a posibilitar que se preste en cada bolsa la misma calidad de servicio. La relación entre los miembros del mercado y la bolsa a la que cada uno pertenezca podrá ser equiparable en Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia. De igual modo, las entidades adheridas podrán liquidar en varias oficinas del servicio o en una sola, manteniendo con ella una relación unificada para el control de toda su liquidación. Ello amplía el abanico de opciones de las entidades adheridas a la hora de diseñar su estructura funcional de liquidación.

- El mecanismo del préstamo de valores en caso de no justificación a tiempo de las ventas es menos costoso que la recompra para el miembro

del mercado que no cumple en plazo. Además, se contribuye con él a evitar añadir inflación de valores al sistema.

Pero además resultará más difícil no llegar a justificar las ventas, al evitarse los tradicionales retrasos que se daban en los traspasos de títulos o RTs.

- La posibilidad de incorporarse a este sistema de sus títulos va a potenciar el mercado de renta fija en bolsa, todavía poco importante, hasta su próxima contratación informatizada, que se verá complementada con una más rápida y menos costosa liquidación.

- Queda a salvo la seguridad jurídica de las transmisiones de valores representados por medio de anotaciones en cuenta al establecerse, en el Real Decreto, los principios de irrevindicabilidad de los valores adquiridos a título oneroso de titular legítimo según los asientos del registro contable y de legitimación registral, rigiéndose los registros contables de valores anotados por los principios de prioridad y tracto sucesivo.

b) *Los puntos oscuros del nuevo sistema de liquidación* deben ser objeto de estudio por parte de los diseñadores del sistema para intentar, en la medida de lo posible, minimizar su incidencia negativa en los miembros del mercado para conseguir el máximo consenso en la aplicación de este instrumento de mejora de la competitividad de nuestro mercado.

Entre estas sombras del sistema podemos señalar las siguientes:

- Al ser la liquidación diaria y tener lugar ésta un número de días prefijado posterior a la ejecución (probablemente D + 5) se imposibilita la práctica de operar sin desembolsar (también denominada como «semaneo»). Esta práctica, muy usual en nuestro mercado (y legal si la compra es anterior a la venta) consiste en operar comprando al inicio de la semana y vendiendo dentro de ella, liquidando a la semana siguiente por diferencias.

Las operaciones que hemos descrito suponen al cabo del año un volumen importante, con lo que inicialmente la introducción del nuevo sistema de liquidación podría suponer por este motivo una reducción del volumen de contratación, sobre todo por parte de los pequeños clientes. Es labor de los miembros del mercado el reorientarles hacia los mercados de opciones y futuros, que permiten también operar con un desembolso inicial parcial.

- El plazo máximo previsto para el desglose de operaciones puede ser insuficiente para las operaciones de clientes extranjeros. En ellas suele existir

una larga cadena de intervinientes: gestor de fondos, *broker* extranjero, *nominee*, *broker* nacional y depositario. El número de órdenes cursadas y confirmaciones es largo y a veces existen diferencias horarias de por medio. De aquí que sea necesario un período de comprobación para analizar el tiempo mínimo exigido para el desglose de este tipo de operaciones y un período de adaptación al acortamiento de los plazos de liquidación, sin que se incrementen los riesgos de recompra.

De hecho, aunque el objetivo sea D + 5, el Comité Técnico Asesor pretende una «adaptación no traumática», que se trata de conseguir mediante «la transformación de la liquidación por períodos contables semanales en liquidación diaria, antes de la implantación definitiva del nuevo sistema, y sin acortar los plazos medios actuales ni los períodos de recompra, con la finalidad de facilitar la adaptación de las entidades a los nuevos procedimientos».

- El traspaso de gran parte de las funciones de liquidación al Servicio de Compensación y Liquidación va a suponer la pérdida por parte de las rectoras de una de sus principales fuentes de ingreso. No sólo dejarán de percibir los derechos de liquidación que se exigen en cada operación, sino que, además, dejarán de rentabilizar las cantidades que siempre quedaban retenidas temporalmente en un proceso de liquidación como consecuencia de los retrasos en la entrega de títulos o referencias técnicas.

Aunque resulta difícil, es necesaria la imaginación en la búsqueda de ingresos alternativos para las rectoras que les permitan acometer los proyectos técnicos que un mercado dinámico exige, procurando no incrementar el coste de las operaciones, lo que restaría competitividad a nuestro mercado.

- Se ha solicitado por parte de la Asociación del Mercado de Valores la supresión del sistema de penalizaciones a la acumulación de retrasos en la justificación de ventas, que se prevén aunque éstos se deban a problemas administrativos. Las sancio-

nes en estos casos podrían resultar injustas, lo que exigiría la máxima equidad a la hora de aplicar estas penalizaciones.

- Por último, determinados miembros del mercado independientes han criticado la composición accionarial del Servicio de Compensación y Liquidación. Sin embargo, el hecho de que las entidades adheridas detenten la mayoría en el capital del Servicio responde al hecho de que, por un lado, la liquidación en nuestro país está *de facto* «bancarizada», por cuanto los bancos y cajas de ahorro liquidan el 75 por 100 del global, y de otra parte, a la circunstancia de que son estas entidades adheridas quienes más tendrán que invertir para posibilitar que sus equipos y sistemas de liquidación se adapten a los exigidos por la nueva representación de valores en anotaciones en cuenta.

Todos estos posibles inconvenientes para los miembros del mercado son claramente compensados por las indudables ventajas que ofrece la reforma de nuestro sistema de liquidación. De aquí que estoy seguro de que todas las entidades implicadas —sociedades rectoras, agencias y sociedades de valores y bolsa, sociedades emisoras y entidades adheridas al sistema de liquidación— vamos a colaborar estrechamente para que la puesta en marcha de la nueva compensación y liquidación bursátil sea un éxito. De ello depende el futuro de la bolsa española, a las puertas ya de un mercado europeo de capitales.

## NOTAS

(1) El SEAQ es un mercado asistido por ordenador dependiente de la Bolsa de Londres que negocia sobre valores extranjeros. Entre los valores españoles que allí se contratan están: Telefónica, Repsol y Endesa.

(2) El Grupo de los Treinta es un grupo internacional de banqueros y ejecutivos de sociedades de valores que ha elaborado el informe más influyente publicado desde el *crack* de 1987 sobre liquidación y compensación en los mercados de valores. Entre sus recomendaciones se encuentra el sistema de anotaciones en cuenta (*book entry system*) y la liquidación diaria en D + 3 (*rolling three days basis*), así como el cierre de la contratación en el día.

# EVOLUCION HACIA LA ANOTACION EN CUENTA

Agustín MARQUEZ DORSCH

La sustitución de los actuales sistemas de liquidación por un nuevo y único sistema basado en el régimen de inscripción de valores por anotación en cuenta, constituye uno de los aspectos más relevantes de la reforma bursátil española que se encuentra aún en fase de desarrollo. Este artículo se inicia con la exposición resumida de las premisas con las que se ha iniciado el proyecto, expresadas en términos de objetivos y puntos de partida que han condicionado el diseño de la nueva liquidación. A continuación se presentan las características funcionales y tecnológicas más relevantes del sistema, los criterios generales con los que se ha enfocado el plan de conversión y las ventajas que, en conclusión, se desprenden para las entidades que se adhieran al futuro Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.

## OBJETIVOS

Como ya es sabido, la constitución del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores es uno de los objetivos que se plantean en la Ley del Mercado de Valores del 28 de julio de 1988, por la que se asignan dos funciones básicas a la futura sociedad: la liquidación de los valores y efectivos resultantes de las operaciones de valores con cotización bursátil, y la administración del registro de anotación en cuenta que se constituye en soporte informatizado de la propiedad de los valores en sustitución de los títulos físicos.

La reforma de la liquidación, que parte de la asignación de las dos funciones mencionadas al futuro Servicio de Compensación y Liquidación, está dirigida a la obtención de dos objetivos fundamentales que coinciden con ser los identificados por otros países y organizaciones internacionales en su intento de adaptar la liquidación internacional

con anterioridad a la finalización del año 1992. Estos dos objetivos básicos son eficiencia y seguridad, y cualquier otro objetivo adicional de la reforma de liquidación, tal como mejorar la calidad de servicio a las entidades o agilizar los plazos, puede fácilmente ser contemplado como una combinación de los dos primeros en la medida en que contribuye a ellos.

La eficiencia no debe ser entendida como la reducción de costes en la ejecución de los procesos propios de los servicios centrales, tales como los que corresponde a las sociedades rectoras, o el Servicio de Compensación y Liquidación, sino que hay que entenderla como la disminución de coste, esfuerzo y tiempo en la realización de las tareas propias de las entidades relacionadas con la liquidación, y en particular las entidades adheridas.

Esta eficiencia se consigue, fundamentalmente, mediante la desmaterialización de los valores, es decir, la anulación de los títulos físicos y su sustitución por registros informatizados; la integración de la liquidación de las cuatro bolsas y la unificación de los diferentes tipos de valores bajo un único sistema; y una mayor rapidez y automatismo en los intercambios de información a través de una estrecha interconexión entre las entidades y el Servicio.

La seguridad, por otra parte, es un objetivo complementario de la eficiencia, en relación con el cual nuestros actuales sistemas de liquidación tienen igualmente que mejorar. Dado que en la futura liquidación el Servicio se interpondrá entre compradores y vendedores constituyéndose en contrapartida única de cada participante, las entidades adheridas dejarán de percibir un riesgo de contrapartida al estar asegurada por el propio Servicio la entrega de valores o de efectivo. Es por esta razón, que el objetivo de seguridad debe ser interpretado como el de introducir medidas de cobertura de riesgo

que protejan al propio Servicio de los posibles incumplimientos de las entidades compradoras o vendedoras frente a él, entendiendo que con ello se contribuye a mejorar la seguridad del sistema en su conjunto. Las medidas incorporadas en el diseño para mejorar la seguridad del sistema son: la reducción del ciclo de liquidación; la disminución del plazo en el que una operación de venta vencida es llevada a la recompra; el préstamo de valores por entidades adheridas al Servicio con el fin de permitir a éste poner valores a disposición de los compradores, aunque los vendedores hayan incumplido la entrega en el plazo; y el cobro de garantías diarias a entidades deudoras de valores para ajustar el importe retenido a la evolución del precio.

Las reducciones de los plazos, como medida para aumentar la seguridad del sistema, obedecen no sólo a la intención de disminuir los riesgos derivados de la acumulación de posiciones deudoras y de la oscilación de los precios en el mercado, sino también a la agilización del cierre de las posiciones contables en relación con cada día de contratación, que a su vez redundará en una más rápida disposición de los titulares a ejercitar sus derechos frente a las emisoras en relación con pagos de dividendos, ampliaciones u otras operaciones financieras.

## **PUNTOS DE PARTIDA EN EL DISEÑO DEL SISTEMA**

---

La experiencia ganada en la evolución de los diferentes sistemas de liquidación, en particular el sistema de fungibilidad en España, la tendencia a la globalización e interconexión de los mercados, y la creación de diversos organismos o grupos de trabajo internacionales, especialmente el Grupo de los Treinta con sus recomendaciones, han sido factores que han contribuido a crear estándares universalmente aceptados en relación con la liquidación.

Por esta razón, el diseño del nuevo Sistema de Liquidación por Anotación en Cuenta parte de una base suficientemente consolidada de soluciones ya establecidas y asumidas universalmente, lo que no sólo facilita el análisis del problema, sino que también contribuye a reducir el riesgo en la implantación del proyecto. A continuación se exponen los puntos de partida más destacables que han sido recogidos en el diseño del sistema y que proceden de la experiencia acumulada de los mercados y de las recomendaciones internacionales:

- *La desconexión entre numeración y titular.* Esta característica es la que formalmente confiere a los valores el carácter de fungible, entendiéndose que todos los títulos que participan en una misma emisión representan los mismos derechos frente a la emisora. Es precisamente la introducción de esta propiedad en el actual sistema de liquidación español lo que nos ha permitido evolucionar en la racionalización de los intercambios físicos entre entidades depositarias, ya que, al ser todos los títulos de una emisión iguales, los traspasos físicos de papel pueden realizarse por las posiciones netas acumuladas durante un período de tiempo.

- *La desmaterialización de los títulos con la creación de una Central de Anotación en Cuenta.* Mediante esta condición, los valores dejan de estar respaldados por títulos físicos, perdiendo, por lo tanto, significado la generación y asignación de numeraciones, ya que cada titular tiene un saldo de valores en lugar de una serie de ejemplares individualizados. El control de los saldos agregados correspondientes a las entidades adheridas debe ser realizado por una única Central de Anotación en Cuenta, con el fin de facilitar el control y cuadro del sistema en su conjunto.

- *La desconexión entre comprador y vendedor.* El Servicio de Liquidación debe desempeñar la función de cámara de compensación, constituyéndose, por lo tanto, en contrapartida única y centralizada de cada participante con posiciones compradoras o vendedoras, y deshaciendo en consecuencia la relación bilateral que une a éstos entre sí como resultado del acto de la contratación. Esta desconexión entre los agentes participantes, junto con la introducción de medidas de cobertura del propio Servicio, contribuye a eliminar el riesgo de contrapartida que de otra manera percibiría cada parte liquidadora, generando en consecuencia un valor añadido adicional al de la mayor eficiencia que se deriva de la simplificación del número de interlocutores.

- *La liquidación en régimen diario.* Mediante una liquidación continua, en la que la contratación correspondiente a un día es liquidada un número de días constantes después, se consigue, por una parte, menores plazos de liquidación y menores acumulaciones de posiciones pendientes de liquidar; y, por otra parte, un equilibrio en las cargas de trabajo diarias que corresponde realizar a cada participante en la liquidación.

- *La entrega contra pago con misma fecha valor de las operaciones.* El Servicio de Liquidación debe asegurarse que la entidad liquidadora realiza el pago o la entrega de valores antes de proceder a

abonar los valores o efectivos correspondientes, siendo la fecha valor de la liquidación la misma para el conjunto de las entidades. Es, precisamente, la conexión informática entre el Servicio y el Banco de España la que debe favorecer la aplicación de esta condición, al centralizarse la generación de los apuntes de efectivos sobre las cuentas de tesorería de las entidades adheridas, en lugar de que las transferencias de fondos queden delegadas a las partes implicadas.

## **CARACTERÍSTICAS FUNCIONALES DE LA NUEVA LIQUIDACION**

El diseño funcional del sistema de liquidación define las funciones detalladas que deben realizarse en el Servicio de Compensación y Liquidación, así como los flujos de información que deberán enlazar a éste con las entidades adheridas. Se exponen a continuación, ordenados en forma de diversos apartados, los criterios generales de diseño que se han aplicado en la definición de tales procedimientos y que parten de los objetivos y puntos de partida que ya han sido presentados.

### **1. Anotación en cuenta**

El régimen de inscripción de los valores mediante anotación en cuenta, en el futuro sistema de liquidación, implica la anulación de los títulos físicos y la sustitución de éstos por registros informatizados. Sin embargo, con el fin de ganar en eficiencia y confidencialidad, se delega a las entidades adheridas el mantenimiento del registro individualizado con los datos de cada titular, reservándose el Servicio de Compensación y Liquidación la responsabilidad de conservar, centralizadamente, los registros que marcan la posición agregada de cada entidad adherida en relación con cada clase de valor.

Con el fin de que esta posición agregada que mantiene el Servicio en relación con cada entidad adherida pueda ser lo más representativa posible, se descompone en forma de diferentes saldos o cuentas, que se clasifican en tres grupos:

- Saldos de anotación en cuenta, que recogen los diferentes estados en los que pueden encontrarse los valores por cada combinación de entidad y clase de valor, y siempre que se trate de valores ya anotados y, por lo tanto, que no puedan estar pendientes de liquidar. Entre estos saldos se incluyen el saldo disponible propio, el disponible por cuenta de terceros, los valores prestables a disposición del Servicio, valores en situación de prestados, bloqueados por operaciones de créditos, pen-

dientes de traspasar, etc. El sistema central deberá asegurar que el conjunto de estos saldos, entre todas las entidades adheridas, iguala el volumen total en circulación de cada emisión.

- Saldos transitorios de la liquidación, entre los que se encuentran tantas cuentas como estados diferentes puede tener una operación bursátil desde que es contratada hasta que se liquida. El conjunto de estas cuentas se genera por cada combinación de entidad adherida y día de contratación al que se refiere el saldo. Las cuentas que se recogen en esta categoría, diferenciando compras y ventas, reflejan la cantidad de valores contratados pendientes de desglosar, desglosados pendientes de confirmar, asignados pendientes de justificar, justificados pendientes de liquidar, así como otras cantidades en situación irregular tales como ventas vencidas pendientes de recomprar, cubiertas por préstamos, etc. En relación con esta categoría de saldos, el sistema deberá controlar que la suma de posiciones transitorias compradoras y vendedoras están permanentemente equilibradas.

- Saldos de efectivos, que agrupan los importes pendientes de abonar o cargar y que, ordenados por diferentes conceptos, se refieren a cada día de liquidación y entidad adherida, con independencia de la clase de valor que origina el apunte. Estas cuentas se mantienen abiertas para diferentes días futuros de liquidación, recibiendo abonos y cargos a medida que se realizan las operaciones que serán liquidadas en esa misma fecha, permitiendo de esta manera a las entidades hacer un seguimiento de la evolución de dichos saldos que, consecuentemente, serán más significativos a medida que se aproxima la fecha de referencia.

La desmaterialización del valor implica la asignación de relevancia jurídica al registro de anotación en cuenta al no existir posesión de títulos físicos, y en particular al registro individualizado mantenido por la entidad adherida, ya que es en éste donde constan los datos de titularidad. Esta circunstancia impone una responsabilidad importante en la correcta conservación y actualización de la información en todas las entidades adheridas, no haciéndose diferenciación a estos efectos entre valores al portador y nominativos. Por esta razón, en el nuevo sistema, el Libro Registro de Accionistas que seguirá manteniendo la emisora de valores nominativos adquiere una importancia secundaria frente al registro de la entidad adherida, siendo sólo este último el que asigna la propiedad del valor al titular que en él se hubiera inscrito.

La estructura del registro en forma de dos niveles, uno agregado por entidad y otro individualiza-

do por titular, exige contemplar los procedimientos necesarios que aseguren la integridad general de la información, siendo imprescindible sincronizar las actualizaciones de los datos que se producen en los dos niveles con el fin de evitar que surjan discrepancias. Se ha pretendido asegurar esta coherencia entre los dos niveles mediante tres medidas:

1. La aplicación de rigor contable en la definición de las transiciones entre estados por los que puede pasar cada operación, con la correspondiente repercusión que ello tiene en los diferentes saldos que componen la posición de una entidad en el Servicio, evitando de esta forma la libre interpretación de los movimientos contables que se producen entre las diferentes cuentas correspondientes a cada entidad adherida.

2. La utilización de cierto solapamiento redundante de información a mantener en ambos niveles que, referida a cada operación elemental de alta de valores en la cuenta de una entidad y en particular a compras e inclusiones, contendrá la cantidad de valores por la que se ha realizado el alta y un código identificativo al que llamaremos referencia de registro o RR. Estos registros de detalle desglosarán, por lo tanto, la posición anotada que mantenga una entidad adherida en cada clase de valor.

Las referencias de registro serán generadas por el Servicio y comunicadas a la entidad correspondiente en las operaciones individuales de alta, y serán presentadas por las entidades al Servicio en las operaciones de baja con el fin de que éste pueda mantener actualizadas las cantidades de valores amparadas en cada momento por cada RR.

Mediante la existencia de esta información redundante en los dos niveles de anotación en cuenta, y la correspondiente obligación de presentar RRs por parte de las entidades adheridas como paso previo a la liquidación de las ventas, se consigue que la entidad adherida liquide la operación a su titular dentro del mismo plazo en que el Servicio le liquida la operación a ella misma, asegurando de esta forma que se produce el deseado sincronismo entre las bajas de valores en ambos registros.

La utilización de estas referencias de registro es aprovechada por el sistema con otras dos finalidades adicionales: facilitar el contraste o arqueo periódico entre la información de detalle que mantiene la entidad adherida y la que consta en el Servicio, y utilizarlo como clave de acceso al libro de accionistas de la emisora en el caso de valores

nominativos cuando se informa a ésta de las operaciones de venta u otras bajas.

3. Por último, se introducirán dos instrumentos de contraste periódico entre la información mantenida por las entidades adheridas y el Servicio, que serán la comunicación diaria de posiciones agregadas y el arqueo anual de referencias de registro. Mediante el primer procedimiento, las entidades recibirán los saldos que componen su posición agregada en el sistema con el fin de que puedan compararlos con los que, con igual criterio contable, puedan elaborar ellas mismas en sus propios sistemas, y así poder realizar una primera identificación de desviaciones a nivel agregado. Con el segundo procedimiento se detectarán posibles discrepancias a nivel de detalle y en relación con RRs concretas.

## **2. Asignación de operaciones a entidad liquidadora**

Los miembros del mercado deberán comunicar a las rectoras el desglose de las ejecuciones realizadas en forma de operaciones individualizadas por clientes y con identificación de la entidad adherida que debe realizar la liquidación. Este desglose podrá ser presentado de forma continua, es decir, a medida que se disponga de la identificación de los clientes y, por lo tanto, sin concentrar toda la comunicación en el último momento, pudiendo utilizar para ello todo el plazo que transcurre desde el comienzo del día D hasta las diecinueve horas del día D + 3, debiéndose reservar el último día para la posible introducción de rectificaciones a desgloses anteriores.

Las rectoras, por su parte, deberán comunicar al Servicio los desgloses recibidos, también de forma continua y en el menor plazo de tiempo posible. Junto con la descripción de cada operación desglosada, las rectoras asignarán un código identificativo de la operación, que tendrá el mismo formato que el de la RR y coincidirá con ser la propia RR cuando se trate de compras. Este código de operación será comunicado al miembro del mercado durante el propio desglose y será usado por éste como referencia en posibles comunicaciones de rectificaciones posteriores. También se incluirá en la información de desglose un código de cliente interno de la entidad ordenante, bien la referencia bancaria en el caso de proceder la orden de un banco o bien el código de cliente del miembro del mercado en caso contrario.

Las rectoras adaptarán sus sistemas de comunicación con las entidades financieras, y en particular

los sistemas de *routing*, tanto para aprovechar la captura de las órdenes haciéndolas coincidir con las operaciones de desglose, evitando de esta manera la doble entrada de información, como para informar de la ejecución de las órdenes y asignación de RR a la entidad ordenante de forma simultánea. Es precisamente mediante la implantación de esta integración de servicios como se consigue sacar partido a la realización de los desgloses como parte de los sistemas de las rectoras.

Tras su recepción por parte del Servicio, los desgloses de operaciones serán puestos a disposición de las entidades adheridas, que podrán consultarlos por pantalla o transmitírselos a sus ordenadores, con el fin de cruzarlos con su propia información referida a órdenes que hubieran iniciado o a ejecuciones que le hubieran comunicado los miembros.

Como resultado del cruce de información que las entidades realicen entre las operaciones desglosadas contra ellas y las ejecuciones de las que tuvieran noticia, podrán confirmar o rechazar las asignaciones de los miembros, para lo cual contarán con un día de plazo. En el caso de que el Servicio no recibiera notificación alguna en dicho plazo, se realizará automáticamente la confirmación por defecto de la operación.

La ampliación del plazo de desglose, así como la posibilidad de rechazar las operaciones por parte de la entidad liquidadora, pretende mejorar la precisión con que las operaciones son asignadas, al mismo tiempo que se cumple con la recomendación que, en este sentido, fue emitida por el Grupo de los Treinta. De esta manera, se evita que, por error o por retraso en la identificación del destino de una operación, ésta sea liquidada por una entidad distinta de la que corresponda, frecuentemente el propio miembro del mercado, con el consiguiente esfuerzo adicional de realizar un traspaso u operación adicional para resituar los valores con su titularidad correcta.

### **3. Gestión del riesgo de liquidación**

Una de las premisas esenciales que han servido de base para el diseño de la nueva liquidación y que, como ya se ha recogido en el apartado de puntos de partida, es común a la mayoría de los sistemas de liquidación internacionales, es la interposición del Servicio de Liquidación entre las partes compradoras y vendedoras, con el fin de que éstas perciban una única contrapartida para el conjunto de su liquidación. De esta forma, los participantes dejan de estar expuestos al riesgo de in-

cumplimiento de la entrega de valores o de efectivo por la otra parte, siendo el Servicio quien sufre dicho riesgo y garantiza las operaciones al resto. En consecuencia, el que compra valores en D recibe dichos valores al término del ciclo de liquidación, con independencia de que aquél que se los vendió sea capaz de entregarlos o no a tiempo.

Con el fin de que el Servicio pueda garantizar las operaciones, y al mismo tiempo cubrirse del riesgo de incumplimiento de compradores y vendedores frente a él, se han dispuesto dos tipos de medidas: las que le protegen del riesgo frente a compradores que incumplen el pago de efectivos y las que le protegen frente a vendedores que no entregan a tiempo los valores.

La seguridad del Servicio frente a las compras se consigue mediante el establecimiento de una fianza colectiva, que se calcula y aporta periódicamente por parte de todas las entidades adheridas en proporción al promedio de sus saldos liquidados a lo largo del período de cálculo. Esta fianza puede ser satisfecha mediante depósito de efectivos, prenda de valores de deuda pública, aval de entidad de crédito o seguro de caución. El procedimiento establecido para el cálculo de esta fianza permite reducir el importe hoy asegurado por los miembros del mercado al aplicar sobre cada entidad adherida lo que le corresponde en función de sus cifras de liquidación.

La cobertura frente a las ventas se consigue mediante la disposición por parte del Servicio de valores en calidad de prestados, siendo éstos cedidos por entidades prestamistas que dispongan de carteras estables y deseen obtener la remuneración adicional que supone el préstamo. Cuando no existan valores prestables, o la posición vendedora se alargue en el tiempo, el Servicio deberá recomprar los valores correspondientes en el mercado. Con el fin de evitar, en estos casos, el riesgo de variación del precio, cualquier entidad que se demore en la entrega de valores vendidos no sólo no recibirá el importe satisfecho por el comprador, sino que además deberá entregar diariamente las garantías oportunas que equilibren dicho importe con el promedio de la cotización del valor.

### **4. Préstamo de valores**

El préstamo de valores en el proyecto de liquidación tiene por objetivo permitir al Servicio disponer de valores cedidos por entidades adheridas prestamistas, cuyos clientes deseen sacar rentabilidad adicional a carteras estables de valores, y permitir de esta manera a las entidades que hubieran in-

cumplido la entrega en operaciones de venta contar con un plazo adicional en lugar de recomprar los valores correspondientes. Se considerará que el prestatario de los valores es el propio Servicio en todos los casos, debiendo ser éste el responsable de devolver los valores originales a las entidades prestamistas, así como de remunerarlas por ello.

Cada una de las entidades que ceda valores en calidad de prestables podrá marcar una remuneración exigida, que se establecerá como un tipo de interés diario a aplicar al importe de efectivo equivalente, que a su vez se calculará como producto del número de valores prestados por el precio medio ponderado de la cotización del valor en el día en que el préstamo entre en vigor. La liquidación de los intereses del préstamo se realizará en su vencimiento, abonándose el resultado en la cuenta de posición de efectivos de las entidades prestamistas, a efectos de incluirlo en la comunicación al Banco de España del día siguiente. La remuneración del préstamo no se repercutirá a las entidades vendedoras, ya que se entiende que la propia retención del importe de la venta, junto con las garantías exigidas, generará los ingresos necesarios para financiarla.

Durante la noche anterior al día de la liquidación, el Servicio realizará la disposición de valores entre los que previamente hayan sido aportados como prestables por las entidades adheridas, y hasta la cantidad equivalente necesaria para dar cobertura a las ventas no justificadas, dando prioridad a aquellas entidades prestamistas menos exigentes en su remuneración. Como criterio secundario, elegirá en función de la mayor antigüedad en situación de prestables.

Los valores tomados por el Servicio en calidad de prestados serán devueltos por éste a la entidad prestamista en el mismo día en que aquél reciba definitivamente los valores por parte de las entidades responsables de liquidar las ventas que hubieran quedado en situación de vencidas o, en caso de que esta circunstancia no ocurriera en el plazo máximo que se fije para ello, consiga recomprar el mismo número de valores en el mercado. Sólo en el caso excepcional de que la clase de valor dejara de estar admitida a cotización y no fuera posible la recompra por fuera del mercado, la entidad prestamista podría resignarse a perder los valores prestados, en cuyo caso recibiría el importe de efectivo correspondiente que había sido satisfecho por el comprador en su momento y retenido por el Servicio mientras tanto.

Aunque el prestamista de valores pierde los derechos tanto políticos como económicos durante

la vigencia del préstamo, ya que sólo así se consigue que éstos sean adquiridos a todos los efectos por el comprador, en los pagos de dividendos el Servicio realizará una compensación de efectivos equivalente, cargando el importe correspondiente en la cuenta de las entidades adheridas que mantengan las posiciones de ventas vencidas. En los momentos de generación de derechos de suscripción, separación de *warrants* o equiparaciones, los prestamistas recibirán los correspondientes derechos o nuevos valores, generándose posiciones equivalentes pendientes de recomprar a cargo de las entidades que hubieran incumplido las ventas.

## 5. Ciclo de liquidación diario

Uno de los factores que más contribuye a la seguridad de la liquidación es la reducción de los plazos, ya que con ello se consigue un menor riesgo de liquidación, que podemos definir en términos de volumen acumulado pendiente de liquidar; un menor riesgo de precio, entendiendo éste como oscilación potencial de los precios en el mercado que perjudicaría en los casos de dirigir operaciones a la recompra; y por último, una mayor rapidez en el cierre contable de la contratación procedente de cada día.

La reducción de los actuales plazos de liquidación disponibles en el sistema fungible sólo puede ser realizada mediante la conversión previa a un régimen de liquidación continuo, es decir, liquidando en una fecha objetiva medida como un número constante de días después de la fecha de contratación, en sustitución del actual período semanal.

En el nuevo sistema de liquidación se marca  $D + 5$  como día de liquidación para la contratación procedente de un día  $D$ , aunque se establecerá un período de adaptación previo con liquidación diaria en  $D + 7$ , en el que el plazo aplicado a todos los días coincidirá con el actual plazo promedio aplicado a los días de una misma semana. Si bien el estándar internacionalmente aceptado es  $D + 3$ , se ha considerado que este objetivo no es planteable a corto plazo en nuestro mercado, debiendo aspirar a él sólo cuando la práctica demuestre nuestra disponibilidad para ello.

A lo largo de los días que componen el ciclo de liquidación a partir de la fecha de contratación, las operaciones pasan por diferentes estados: pendientes de desglosar, desglosadas pendientes de confirmar, confirmadas pendientes de justificar, justificadas pendientes de liquidar y liquidadas. Todas estas transiciones entre estados deben ocurrir dentro del ciclo de liquidación para que la opera-

ción sea realizada con normalidad, y se realizan a medida que el Servicio recibe las diferentes comunicaciones previstas con las entidades. Con el fin de facilitar el control de las operaciones y de la liquidación en su conjunto por parte de las entidades adheridas, el Servicio generará los saldos de situación transitorios que éstas mantengan en relación con cada estado de las operaciones.

## 6. Liquidación de valores y efectivos

En D + 5, cuando se hubieran terminado de realizar los procesos del último día del ciclo de liquidación de las operaciones bursátiles contratadas en D, se realizará la liquidación conjunta de valores y efectivos. En lo que se refiere a la liquidación de efectivos, se generará y comunicará en la tarde de D + 4 al Banco de España una relación de saldos netos, deudores y acreedores, correspondientes a cada una de las entidades titulares de las cuentas de tesorería en Banco de España.

Las entidades liquidadoras adheridas al Servicio de Liquidación podrán dirigir los apuntes de efectivo sobre su propia cuenta de tesorería, si fueran titulares de éstas, o domiciliarlos sobre la cuenta de otra entidad, previa autorización de la misma y del Banco de España.

Con objeto de garantizar el buen fin de la liquidación bursátil, y ante la eventualidad de insuficiencia de fondos en alguna de las cuentas de tesorería, el Servicio designará una o varias entidades de depósito con suficiente liquidez y solvencia, a juicio del Banco de España, con las que aquél mantendrá líneas de crédito que permitan al Banco de España cargar en sus cuentas de tesorería, y con la misma fecha valor, los apuntes que no pudieran ser cargados en las de otros miembros de la liquidación. La restitución de fondos para saldar la disposición de estas cuentas de crédito se realizará mediante la aplicación de la fianza, que a estos efectos será periódicamente aportada por las entidades adheridas.

El proceso de liquidación de valores realizará los abonos o débitos oportunos sobre las cuentas de posición anotada que, a cargo de cada entidad adherida, mantiene el Servicio de Liquidación en su componente de Central de Anotación en Cuenta, saldando por otra parte las cuentas pendientes de liquidar correspondientes.

Cuando una operación de venta sea justificada con valores procedentes de compras realizadas con posterioridad a la venta, la liquidación de la

venta no será realizada en firme en tanto no se produzca la de la compra. Como resultado de ello, el efectivo de la venta no se abonará a la entidad en su momento teórico de liquidación, sino que será retenido hasta la liquidación definitiva de la compra.

## 7. Servicios a emisoras

Los actuales valores nominativos y al portador tendrán una única forma de representación en el régimen de anotación en cuenta. Con el fin, sin embargo, de mantener el servicio actualmente ofrecido a las entidades emisoras de valores nominativos, se les seguirá comunicando a dichas entidades la identificación de los titulares que intervienen en las operaciones que se realizan sobre sus valores: compras, ventas, cambios de titularidad, préstamos, etc. Este servicio les permitirá seguir manteniendo su libro de accionistas al día, entendiéndose que la comunicación de vendedores se realiza a efectos informativos y no a efectos de realizar una validación que pueda condicionar la liquidación de la operación.

## 8. Operaciones financieras

En coherencia con la naturaleza del régimen de inscripción por anotación en cuenta, las numeraciones dejarán de existir en el futuro sistema, lo que implica sustituir el procedimiento por el cual las entidades adheridas acreditan sus derechos frente a las emisoras cada vez que se produce un pago de dividendos, una ampliación de capital u otra operación financiera. Si bien hasta ahora las entidades comunicaban los tramos de numeraciones correspondientes a los títulos que mantenían en sus depósitos, con el nuevo sistema el Servicio generará certificados de posición con los que identificará la cantidad de valores registrados en cada entidad adherida a una fecha determinada, de tal forma que ésta pueda reclamar el ejercicio de sus derechos frente a la emisora mediante la presentación del mencionado certificado.

Con el fin de facilitar el cobro del derecho con la mayor antelación posible, los certificados serán generados tres días antes de la fecha de valoración a la que se refiere el pago de dividendos, realizándose pocos días después los abonos y cargos rectificadores por la diferencia entre la posición que corresponda a cada entidad en la fecha contable de ejercicio del derecho y la provisional que se incluyó en el certificado de forma anticipada. Esta rectificación será introducida en la cuenta de liqui-

dación de efectivos que se genera con destino al Banco de España.

La emisión de certificados de posición por el Servicio de Liquidación constituye una vía formal de confirmación del saldo que tiene cada entidad adherida en el Registro de Anotación en Cuenta, que sólo es útil para la reclamación de derechos frente a la emisora en los casos de operaciones financieras que afectan al total de los valores de una emisión, siendo el pago de dividendos o la amortización total de la emisión ejemplos claros de éstas.

Para los casos de operaciones voluntarias, en los que los titulares deben pronunciarse para acudir a la oferta de la emisora, tales como suscripciones, canjes, conversiones o amortizaciones opcionales, se ha contemplado un circuito de información diferente. En estos supuestos se plantea la intervención de una o varias entidades agentes delegadas por la emisora, a las que las entidades adheridas deberán presentar la información que corresponda en relación con cada uno de sus titulares que decide acudir a la operación. Si la operación implicara la amortización selectiva de los valores con los que el titular desea ejercitar el derecho, la entidad adherida deberá comunicar las RRs correspondientes al Servicio para que éste diera de baja los valores y lo notificara a la entidad agente.

## **9. Descentralización del servicio a las entidades**

Si bien hasta aquí se ha hecho una exposición de las características funcionales más relevantes que han sido introducidas en el Sistema de Liquidación por Anotación en Cuenta, existe un punto adicional que, en relación con la organización interna del Servicio, merece ser destacado por la repercusión que tiene sobre la relación entre éste y sus entidades adheridas.

Con el fin de que las entidades, tanto liquidadoras como emisoras, puedan recibir una atención personalizada en cada plaza bursátil, se constituirán núcleos de servicio en oficinas locales que, en relación con la compensación y liquidación, tendrán la función de administrar y controlar la relación global de las entidades situadas en su ámbito de actuación geográfica con el Servicio, entendiendo que esta gestión local se realizará sin perjuicio de la coordinación general que corresponde a la oficina central y de acuerdo con las normas generales de actuación que ésta establezca. Estas oficinas locales estarán situadas en las mismas plazas don-

de estén implantadas las sociedades rectoras de bolsa, con el fin de aprovechar, en la medida posible, los recursos actualmente destinados por éstas a sus funciones de liquidación.

La asignación de las entidades a estas oficinas locales se realizará según decisión de las primeras, contemplándose bien la posibilidad de que una entidad decida mantener una relación unificada con una sola oficina para el control de toda su liquidación, o bien la opción de que una entidad pueda mantener más de una relación asignando competencia a cada oficina local en función de las bolsas por las que se contratan sus operaciones.

## **CARACTERÍSTICAS TECNOLÓGICAS**

Todo intento de hacer la liquidación más eficiente, más segura y más ágil, debe necesariamente basarse en el aprovechamiento de soluciones tecnológicas que permitan aumentar el nivel de automatismo de los procedimientos y el grado de interconexión entre los sistemas de información de las entidades y los del Servicio. Sólo cumpliendo con estas dos exigencias tecnológicas se puede liberar a la liquidación actual de la componente rutinaria de intervención manual que en diferentes momentos se requiere, aumentando la fiabilidad de la información y situándonos en mejores condiciones para reducir progresivamente los plazos de la liquidación.

En consecuencia, las ambiciosas características funcionales con las que se ha diseñado el sistema de liquidación, imponen, a su vez, condiciones tecnológicas no menos exigentes, que pueden resumirse en los apartados siguientes.

### **1. Interconexión de centros**

La reducción del ciclo de liquidación dentro de un régimen diario, así como la eficiencia y la fiabilidad en el tratamiento de la información, obligan a disponer de medios de comunicación que permitan realizar transferencias de información rápidas, seguras y sin intervención manual. Todo ello sólo es posible mediante la creación de una red de comunicaciones que integre a los diferentes participantes en la liquidación: sociedades rectoras, miembros del mercado, entidades adheridas, emisoras y Servicio de Compensación y Liquidación.

Los aspectos que participan en la red de comunicaciones pueden clasificarse en dos niveles: un

primer nivel incluye todos aquellos componentes que intervienen en la interconexión física de los ordenadores, tales como las líneas de comunicación, las unidades de conmutación o concentración, y el protocolo de acceso a la red; mientras que un segundo nivel recoge los protocolos de aplicación, métodos y herramientas que sirven para mantener el diálogo entre extremos de la red y que se aprovechan del nivel anterior como medio de transporte de la información.

En lo que se refiere al primer nivel, se ha decidido complementar el uso de la red pública Iberpac con una red privada que conecte a las cuatro bolsas y al Servicio de Liquidación entre sí, favoreciendo de esta manera el acceso a las diferentes aplicaciones disponibles en las rectoras y en el Servicio mediante el uso del mismo protocolo, e incluso a través de la misma línea de conexión si así lo desea la entidad.

El segundo nivel de la red debe ser compatible con dos posibles métodos de intercambio de información entre las entidades y el Servicio: la transferencia masiva de ficheros que sean el resultado de procesos *batch*, y el flujo interactivo de transacciones con respuesta inmediata, que podrá ser originado desde los terminales de los departamentos administrativos de la entidad, o desde aplicaciones informáticas de ésta que a su vez dialoguen con los terminales mencionados. En el proyecto se ha optado por dar solución a estas dos necesidades mediante la utilización de un paquete de transferencia de ficheros dirigido al primer caso, y el interfase de programación APFC para el segundo.

## 2. Accesibilidad de la información

Con el fin de que las entidades puedan disponer de información de control y reaccionar lo más rápidamente posible a las diferentes situaciones por las que transcurre la liquidación de las operaciones, la información que genere el Servicio deberá estar suficientemente accesible por parte de las áreas de administración de las entidades adheridas. El cumplimiento de este objetivo impone dos condiciones al sistema: el estado de las operaciones deberá quedar rápidamente actualizado en respuesta a la recepción de información procedente de las entidades, y el resultado de dichas actualizaciones deberá ponerse a disposición de éstas para su consulta.

Como resultado de todo ello, se impone la utilización de bases de datos como soporte de almacenamiento de la información, así como la utilización de un cierto teleproceso que permita la inte-

racción de las entidades adheridas con el sistema, tanto por vía transaccional como mediante cesiones masivas de registros. Una infraestructura técnica que contemple estas características permitirá, entre otras ventajas, que las entidades adheridas puedan comprobar la evolución de sus cuentas de posición de valores y de efectivos, a medida que se van cumpliendo las sucesivas fases de la liquidación.

Por otra parte, y con el fin de mejorar el nivel de interconexión global entre los diferentes servicios centrales, ofreciendo con ello un valor añadido a las sociedades y entidades liquidadoras, se asume el compromiso de hacer evolucionar a los sistemas informáticos que participan en las diferentes fases de las operaciones bursátiles, tales como los de *routing*, contratación, desglose y liquidación, hacia una mayor integración entre todos ellos.

Esta integración se traducirá en el aprovechamiento de los datos disponibles en algunos de los sistemas como fuente de información automática de otros, en particular la transformación de las órdenes capturadas en el *routing* en forma de operaciones desglosadas, así como en la utilización de los mismos protocolos, líneas o herramientas de transferencia de información, evitando la redundancia de soluciones en cada una de las entidades.

## 3. Seguridad en la información

La propiedad de accesibilidad que se impone al sistema no debe ser entendida de forma indiscriminada, es decir, permitiendo el acceso generalizado a la información por parte de cualquier usuario conectado a la red, sino que deberá quedar sometida en todo momento a criterios de seguridad que garanticen que cada usuario sólo realiza los accesos de actualización o consulta que le corresponde. Es con esta intención como se han contemplado en el proyecto medidas de control de acceso que permitan la identificación de entidades y usuarios, y de confidencialidad de los datos con la encriptación de las comunicaciones.

Pero la seguridad no debe ser entendida simplemente en términos de control de accesos y confidencialidad, sino que, interpretada en un sentido más amplio, debe recoger también otras disposiciones dirigidas a aumentar la fiabilidad de las comunicaciones y de los tratamientos, así como a favorecer la protección frente a errores, pérdidas de información o averías. En este sentido, y a modo de ejemplo, se han planteado en el proyecto aspectos tales como la detección de las posibles transmisiones duplicadas de ficheros que por error puedan ser originadas desde las entidades.

#### 4. Flexibilidad en las comunicaciones

El último de los criterios tecnológicos de diseño al que se le ha dado importancia en el proyecto ha sido el de flexibilidad, pretendiendo con ello que cada entidad con la que se relaciona el Servicio pueda hacer el uso de los procedimientos de comunicación que más convenga a su propia organización, horario de trabajo u otra circunstancia.

Con esta intención se ha optado por definir las fases de liquidación sin una secuencia estricta en el tiempo, pudiéndose recibir desgloses, rechazos o justificaciones aprovechando al máximo posible el ciclo de cinco días, e imponiendo casi exclusivamente la restricción de asegurar que la comunicación que se reciba en un momento determinado en relación con una operación concreta sea coherente con el estado en el que ésta se encuentre. La misma flexibilidad se aplica a los horarios, habiéndose establecido el período entre las siete y las trece horas como de disposición del Servicio para atender cualquier tipo de comunicaciones que emitan las entidades.

Por último, y con el fin de contribuir aún más a dotar al sistema de la suficiente flexibilidad, las conexiones de los ordenadores podrán realizarse a través de enlaces punto a punto o a través de la red de conmutación de paquetes Iberpac, y se permitirá la introducción o consulta de datos tanto de forma interactiva como por lotes.

#### CRITERIOS DE CONVERSION AL FUTURO SISTEMA

---

La planificación de la conversión entre sistemas es siempre uno de los aspectos más delicados de cualquier proyecto, pero lo es aún más en el caso que nos ocupa por cuanto que afecta a diferentes tipos de entidades que deben reaccionar coordinadamente conforme a los plazos y especificaciones que se detallan en el plan.

Todo sistema de información puede ser dividido en dos grandes partes: la información que debe ser almacenada e intercambiada y los procesos que deben manipularla. Es por esta razón que, admitiendo la simplificación, caben dos posibles enfoques en la planificación de un plan de instalación, en función de que se opte por una conversión gradual de la información o de los procesos. En el primer caso, el desarrollo inicial del nuevo sistema debe ser completo en lo que se refiere a los procesos que lo componen, haciendo convivir los procedimientos del sistema antiguo con los del nuevo

durante un largo período de tiempo, con el fin de trasladar gradualmente la información desde el primero al segundo. Este ha sido el enfoque con el que se ha instalado el sistema CATS de contratación, en el que el paso gradual de la información se ha realizado por códigos de valor. La segunda de las opciones, sin embargo, parte de la utilización de la misma información en los dos sistemas, lo que a veces se denomina un paralelo, y enfoca la conversión del sistema mediante la gradual sustitución de los procesos antiguos por los nuevos.

El procedimiento que se ha planteado para evolucionar desde el sistema de liquidación fungible al definitivo de anotación en cuenta se basa en la segunda opción por diferentes razones: en primer lugar, porque se ha considerado que la información sobre la que trabajará el futuro sistema puede ser estructurada de forma muy similar a como es soportada en fungibilidad, facilitando, por lo tanto, el aprovechamiento de los datos actualmente disponibles; en segundo lugar, porque con este enfoque se permite un avance más rápido hacia la anotación en cuenta, al conceder más tiempo a las entidades para adaptar gradualmente sus actuales procedimientos de trabajo; y en tercer lugar, porque esta alternativa evita a las entidades tener que mantener simultáneamente dos sistemas aplicando cada uno a diferentes clases de valor.

El plan general de conversión se basa, por otra parte, en un conjunto de criterios adicionales que pueden agruparse en tres áreas: los relacionados con la sustitución de los títulos físicos por los registros de anotación en cuenta, con la complejidad jurídica que ello supone; la transformación de la información que hoy día se mantiene en los archivos informáticos de las entidades y de las sociedades rectoras; y la adaptación de los procedimientos del sistema destinados a resolver los flujos de información y los tratamientos contemplados en su diseño. A continuación se exponen los aspectos considerados más relevantes de cada una de estas tres áreas.

##### 1. Conversión de los títulos físicos

La conversión a anotación en cuenta de los títulos integrantes de una emisión que se encuentre actualmente soportada por el sistema de fungibilidad, se producirá por toda la emisión en su conjunto y en un mismo día, que será fijado por el Servicio de Compensación y Liquidación. Se contemplará, sin embargo, una fase de incorporación masiva de títulos al Registro de Anotación en Cuenta que, con un mínimo de tres meses de duración, sea previa a dicha fecha de conversión. Esta fase debe-

rá ir precedida de la necesaria publicación en el *Boletín Oficial del Registro Mercantil* y en diarios de amplia difusión, y se pretende resolver con ella la mayor incorporación posible de los títulos que, por diferentes causas, se encuentran actualmente fuera del sistema de fungibilidad y en poder de sus titulares. Un caso particular de éstos son las carters pertenecientes a instituciones que tienen una participación considerable y estable sobre alguna emisora, frecuentemente empresas multinacionales con filiales españolas. Ante estas situaciones, las entidades adheridas deberán perseguir los acuerdos oportunos con las sociedades correspondientes que permitan resolver la inclusión de sus títulos con los menores costes y plazos que sean posibles.

Tras la fecha de la transformación, se considerará la emisión enteramente bajo anotación en cuenta, de tal forma que los títulos físicos no incluidos quedarán anulados y sustituidos por valores anotados en el Registro, aunque por cuenta de quien pudiera justificar posteriormente su titularidad. A partir de ese momento, las entidades adheridas dejarán de realizar las cancelaciones de saldos e intercambio de paquetes que han venido realizando periódicamente con las rectoras, quedando en disposición de destruir los títulos depositados siempre y cuando lo acepte la emisora correspondiente.

El saldo de valores correspondiente a los títulos no incluidos será dado de alta en el Registro Central de Anotación en Cuenta en forma de una cuenta especial que servirá para cuadrar el total incluido con el total de la emisión, y a la que se le dará el nombre de «saldo pendiente de asignar». Las únicas disposiciones que se harán de este saldo se realizarán con el fin de asignar los valores a quienes acrediten la propiedad de los títulos físicos anulados mediante la presentación de los certificados y pólizas oportunas, para lo cual contarán con un plazo de tres años. Al cabo de este tiempo, durante los cuales se mantendrá el saldo pendiente de asignar, los valores que lo compongan podrán ser vendidos en el mercado y el importe correspondiente ser administrado conforme a los criterios que a estos efectos marque la Ley, sin mayor repercusión sobre el Sistema de Anotación en Cuenta.

## **2. Conversión de la información**

Uno de los aspectos clave en los que se apoya el plan de conversión es el aprovechamiento de la información mantenida por el actual sistema de fungibilidad con el fin de facilitar el paso a la ano-

tación en cuenta, y así poder avanzar mediante la gradual incorporación de los nuevos procedimientos a la misma base de información actualmente disponible.

El aspecto que, en relación con este objetivo, destaca por su criticidad es la transformación de las referencias técnicas en las futuras referencias de registro. Con el fin de facilitar esta transformación, en el diseño funcional del Sistema de Anotación en Cuenta se ha definido un código de RR que cumple con las siguientes tres características: mantiene 15 posiciones de longitud y es numérico con el fin de no forzar la reconversión de los ficheros y aplicaciones actuales; es compatible con los contenidos de las actuales RTs con el fin de que la transformación de éstas a las futuras RRs sea lo más inmediata posible, es decir, que los números que se generen dentro del esquema futuro de RR no coincidan con los que pudiera haber procedentes de las RTs antiguas; y tiene una estructura uniforme para los diferentes tipos de operación que generan RR. Con estas condiciones, se pretende que la conversión desde el actual sistema de fungibilidad al de anotación en cuenta tenga poco impacto sobre los archivos de información que mantienen las entidades adheridas, haciendo más directa la evolución entre sistemas.

## **3. Fases de conversión de los sistemas**

Desde octubre de 1990, se ha avanzado significativamente en la incorporación de valores nominativos en fungibilidad, lo que ha representado un paso importante en línea con el objetivo de evolucionar a la anotación en cuenta, ya que dichos valores han pasado a estar soportados por RTs.

Un segundo paso en la evolución al futuro sistema será la implantación del ciclo diario de liquidación manteniendo los mismos plazos medios actuales, tanto en lo que se refiere al plazo de liquidación, que pasará a D + 7, como en lo relativo al plazo de recompra, que seguirá siendo de quince días. Con este paso intermedio esperamos que las entidades puedan adaptar sus procedimientos de trabajo al régimen diario, al mismo tiempo que se estará en disposición de obtener información de seguimiento con la que evaluar las posibilidades de reducir el plazo de liquidación al objetivo definitivo D + 5. La liquidación diaria exige, por otra parte, mejorar los actuales procedimientos de comunicación entre las entidades y las rectoras, debiéndose iniciar la sustitución de las entregas de cintas por transferencias automáticas de ficheros entre centros.

El paso siguiente, todavía anterior a la anotación en cuenta, será la centralización de la información que hoy día mantienen las cuatro rectoras en relación con la fungibilidad en forma de paralelo, utilizando los mismos procedimientos y flujos de información que actualmente relaciona a los miembros del mercado, entidades adheridas y emisoras de nominativos con aquéllas.

Tras el paralelo de información, el paso a anotación en cuenta de los valores fungibles se completará con la elaboración diaria de los saldos que marcan la posición agregada de cada entidad adherida en relación con cada clase de valor, la anulación de las cuentas de títulos actuales y de los procedimientos de consolidación y cancelación de saldos, la sustitución íntegra de las numeraciones en la reclamación de los derechos de las entidades frente a las emisoras por certificados de posición, y la generación de una cuenta unificada de efectivos como resultado de la liquidación.

Posteriormente, y por lo tanto ya iniciado el régimen de liquidación por anotación en cuenta, se incorporarán otras emisiones distintas de las fungibles, al mismo tiempo que se progresará en la sustitución gradual de los diferentes procedimientos y flujos de información por aquellos que resultarán definitivos, tales como la extensión del período de desglose, la confirmación de las operaciones, etcétera. Como última fase de la conversión, se reducirá el ciclo de liquidación a cinco días y se implantará el préstamo de valores.

## **CONCLUSION: VENTAJAS DEL SISTEMA PARA LAS ENTIDADES ADHERIDAS**

Los diferentes aspectos que se han expuesto como características del futuro Sistema de Liquidación por Anotación en Cuenta no representan cada uno por sí solo un cambio revolucionario frente al modo en que se están liquidando actualmente los valores fungibles. En parte, porque el actual sistema de fungibilidad ha sido precursor en algunos de estos aspectos, y en parte, porque sólo la integración de diferentes pequeñas innovaciones en los ámbitos funcional y tecnológico, necesariamente interrelacionados, permiten crear un valor añadido sustancial en eficiencia y seguridad.

Con el fin de recordar una vez más esos diferentes aspectos que en su conjunto contribuyen a mejorar los procedimientos de liquidación, se exponen a continuación las diez ventajas más importantes que el sistema planteado puede traer consigo para las entidades adheridas:

**1. La eliminación de certificados físicos.** Este es el punto fundamental que está implícito en el paso a un régimen basado en anotación en cuenta con el cual se libera a las entidades de los actuales costes relacionados con la manipulación y depósito de los títulos físicos.

**2. La unificación de los procedimientos de liquidación.** A pesar de que hoy en día se utilicen los mismos procedimientos de liquidación con las cuatro bolsas, el hecho de conseguir unas comunicaciones unificadas, extractos de liquidación de efectivos y saldos de posición integrados, y un único interlocutor para el seguimiento de las operaciones, genera una ventaja adicional para las entidades adheridas.

**3. La automatización de las comunicaciones.** La evolución propuesta hacia la utilización de líneas de comunicación como medio de sustitución del papel y de las cintas magnéticas, ofrecerá una mayor agilidad y fiabilidad en los flujos de información, requisitos imprescindibles para progresar en la reducción de los plazos de liquidación.

**4. Incorporación de la liquidación diaria.** El cambio en el ciclo de liquidación permitirá a las entidades adheridas liquidar en una fecha objetiva respecto a la fecha de contratación, facilitará la organización de los procedimientos internos de trabajo de forma equilibrada y sin puntas de sobrecarga en días singulares, y resulta imprescindible para reducir los plazos de liquidación por debajo de los actuales.

**5. El seguimiento diario de posiciones.** Las entidades podrán comprobar las posiciones agregadas que les asigna el Servicio y utilizarlas como herramienta de control para contrastarlas con las que generen sus propios sistemas.

**6. Una mayor precisión en la asignación de las operaciones.** El aumento del plazo de desglose, junto con la posibilidad de confirmar o rechazar las operaciones, favorece una asignación más precisa de éstas a sus respectivas entidades liquidadoras, disminuyendo los errores en la liquidación y evitando la realización posterior de trasposos o aplicaciones para resituar los valores en su punto de destino.

**7. Flexibilidad en los plazos de comunicación.** El reconocimiento de fases superpuestas, sin necesidad de establecer un margen rígido de tiempo asignado a cada una, así como la libertad de horario para las cesiones o extracciones de información, facilitará el trabajo de las entidades adheridas, que podrán arrancar sus procedimientos de comunicación conforme surja la necesidad o se

establezca en su propia organización interna del trabajo.

**8. Mayor agilidad en los traspasos.** La posibilidad de iniciar y confirmar los traspasos por vía electrónica, tanto mediante transferencias de ficheros como por acceso interactivo, permitirá ganar tiempo en el movimiento de valores entre las entidades adheridas.

**9. Mayor agilidad en las operaciones financieras.** Los menores plazos de liquidación y de iniciación de recompras, que agilizan el cierre contable de cada día de contratación, junto con el uso de

posiciones en lugar de numeraciones, permitirán ganancias de tiempo en la realización de operaciones financieras tales como pagos de dividendos, suscripciones, conversiones, etcétera.

**10. Oportunidad de ingresos por préstamos.** Si el conjunto de las ventajas hasta aquí mencionadas contribuyen a mejorar la eficiencia y calidad de servicio en las entidades adheridas, la implantación del préstamo de valores, por otra parte, permitirá a las entidades prestamistas obtener una remuneración por intereses con la que incrementar la rentabilidad de sus carteras estables de valores.

# EL SISTEMA DE ANOTACIONES EN CUENTA DESDE UNA PERSPECTIVA JURIDICA

Manuel MENDOZA VILLAR

## I. INTRODUCCION

La incorporación del derecho al título determinó la aceptación primero, y más tarde la amplia utilización de los títulos valores en el tráfico mercantil, constituyendo esa utilización la base esencial del desarrollo de la moderna economía mobiliaria. Sin embargo, como a menudo ocurre en las actividades humanas, del propio éxito y generalización de cualquier innovación suelen derivarse, como consecuencia inevitable, las mayores dificultades para su continuidad. Eso es lo que ha ocurrido con los títulos valores, que, como consecuencia de su cada vez mayor utilización en el tráfico mercantil, se habían convertido en la actualidad en uno de los más serios obstáculos para la agilidad de dicho tráfico.

En efecto, el elemento corpóreo material y tangible de los títulos valores, que determinó su aceptación y éxito, ha sido precisamente el causante principal de su crisis, pues las importantes masas de títulos que habían de utilizarse en la vida económica actual representaban, dado su volumen, el mayor impedimento para las transmisiones de los derechos incorporados al título e, incluso, para el puntual y normal ejercicio de tales derechos.

Las dificultades puestas de manifiesto en los párrafos anteriores han motivado la búsqueda de soluciones encaminadas a eliminar del tráfico jurídico la necesidad del traslado físico de los títulos, que, en principio, toda transmisión de títulos valores trae consigo, y facilitar el ejercicio de los derechos incorporados al título sin necesidad de presentar el documento.

Dos posibles vías de solución se han seguido al respecto: la utilización de sistemas meramente correctores y el empleo de sistemas sustitutivos de los títulos valores. En los primeros, los títulos siguen existiendo, y los ordenamientos legales que

los regulan tratan simplemente de evitar la movilización de los títulos físicos, para lo cual, partiendo de la idea —que efectivamente suele darse en la práctica— de que los títulos suelen estar depositados en una entidad, se recurre a la constitución de un depósito colectivo en la entidad o entidades autorizadas, en el que los depositantes son copropietarios de la cartera colectiva formada por los títulos depositados, en razón de los valores depositados por cada uno. Las transmisiones se realizan, en estos sistemas correctores, mediante apuntes contables sin que tenga lugar traslado físico de los títulos transmitidos, dotándose a todos los títulos integrados en el sistema de naturaleza fungible.

Las modernas técnicas informáticas han permitido el asentamiento de los sistemas sustitutivos, en los que se produce el abandono del título al que ha quedado incorporado el derecho, como instrumento para la circulación y ejercicio de los derechos. Abandono que se inicia en Alemania, durante la segunda guerra mundial, al emitirse deuda pública anotada en el libro de la deuda del Reich.

En efecto, la informática nos permite sustituir la utilización física de los soportes de papel por una referencia procesable en los ordenadores, susceptible de recoger todos los datos que delimitan los derechos y su titularidad.

Desaparece en estos sistemas, por tanto, el título o soporte físico al que se incorporaba el derecho, y al desaparecer aquella conexión entre valor y título no existe ya un título valor, sino un derecho valor.

## II. EVOLUCION LEGISLATIVA

En la regulación de esta materia por nuestro ordenamiento jurídico puede observarse claramente

una evolución, que inicialmente supone la implantación de un sistema corrector hasta llegar al fijado en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, que resulta clara e indiscutidamente sustitutivo de los títulos valores.

Un sistema meramente corrector es, en efecto, el contenido en el Decreto 1128/1974, de 25 de abril, sobre liquidación y compensación de operaciones en bolsa y depósito de valores mobiliarios, cuya finalidad, según se pone de manifiesto expresamente en su propia exposición de motivos, es el de facilitar la contratación bursátil y obviar las dificultades con que se tropezaba en el tráfico jurídico, ante la necesidad de manipular físicamente una ingente masa de papel en todas y cada una de las operaciones sobre títulos.

El sistema establecido por el Decreto 1128/1974, basado fundamentalmente en la constitución de un depósito colectivo, supuso que el título, instrumento creado para facilitar la movilización de los valores, perdiera su función propia al no tener lugar ya su entrega física en las transmisiones, ni necesitar ser exhibido para el ejercicio de los derechos.

Era lógico, en consecuencia, que, perdida aquella función, empezara a plantearse la desaparición del título como soporte de los valores, optándose por un sistema sustitutivo de los títulos valores. El primer paso en esa dirección se da con el Real Decreto 656/1982, de 3 de abril, conforme al cual los pagarés del Tesoro pueden materializarse en anotaciones en cuenta en el Banco de España o en títulos a la orden. La opción únicamente se ofrece respecto de la deuda pública y el legislador, como manifiesta la utilización del término «materialización», parece mantener todavía, sustancialmente, la regulación propia de los títulos valores para las anotaciones en cuenta.

Un segundo paso en la implantación de un sistema sustitutivo aparece en la autorización al gobierno contenida en la Ley 21/1986, de 23 de diciembre, de presupuestos generales del Estado para 1987. Dicha autorización permitía dictar las disposiciones necesarias para implantar el sistema de «instrumentación» de la deuda pública en anotaciones en cuenta, y regular las transacciones basadas en tales anotaciones.

El paso definitivo en el establecimiento de un sistema sustitutivo en nuestro Derecho se produce con la publicación del Real Decreto 505/1987, de 3 de abril, mediante el que se implanta un sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado que se configura ya claramente como sustitutivo de los títulos valores, reclamando, como el propio preámbulo de la norma declara, el establecimiento

de un régimen jurídico adecuado, consecuente con la distinta naturaleza del instrumento que sirve de soporte a la relación obligatoria, que en ningún caso podrá ser encuadrado dentro de la categoría de títulos valores.

El nuevo sistema regulado en el Real Decreto 505/1987 supone la creación de un tratamiento jurídico propio, alejado de la tradicional doctrina de los títulos valores, ya que el fundamento teórico de ese nuevo sistema se halla más cercano al concepto de derechos valores que al de títulos valores.

Ese tratamiento jurídico propio, que el Real Decreto 505/1987 no contenía salvo en algunos aspectos muy concretos, tiene ya una regulación general más definida en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. En esta Ley se consagra el principio de que todo emisor de valores tiene la posibilidad de emitir cualquier clase de valores, públicos y privados, mediante el sistema de anotaciones en cuenta.

Según el artículo 5 de la citada Ley, los valores negociables podrán representarse por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos. En esa disyuntiva aparece ya claramente marcado por el legislador que nos encontramos ante conceptos que son distintos el uno del otro, lo que hace imposible configurar las anotaciones en cuenta como una especie de título valor o como un simple mecanismo auxiliar en la transmisión o en el ejercicio de los derechos incorporados a aquéllos.

La opción que el artículo 5 da entre las dos formas de representación de los valores hace que se excluyan mutuamente, haciendo improcedente cualquier extensión del régimen jurídico de los títulos valores a los valores representados por medio de anotaciones en cuenta.

El régimen jurídico general de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta se contiene en el capítulo II del título I de la Ley, artículos 5 al 12, que son objeto de desarrollo en el proyecto de Real Decreto sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles.

En dicha regulación, que más adelante será objeto de análisis en alguno de sus aspectos concretos, es posible destacar, a mi juicio, las normas contenidas en los preceptos que recogen los efectos de la inscripción en el registro contable de las anotaciones en cuenta, dada la trascendencia que dichas normas tienen para la seguridad del tráfico jurídico de los valores en esa forma representados.

Los mencionados preceptos tienen su fundamento en dos principios jurídicos de orden genérico civil: el referente a los actos propios y el de respeto a la buena fe, y con ellos, como tesis fundamental, se consigue favorecer y hacer más ágil y seguro el tráfico jurídico de las anotaciones, cuestión que resultaría difícil en otro caso, dado el sistema espiritualista de nuestro derecho de obligaciones.

Conforme al primero de los dos principios citados, la persona que, teniendo un derecho real pleno sobre el valor o un derecho real limitativo de dominio, no acude a obtener la protección de la inscripción, dando lugar con ello a que el registro contable proclame como válida una situación no conforme con la realidad, no puede impugnar las consecuencias jurídicas nacidas al amparo de esa situación consentida tácitamente. Siguiendo los criterios establecidos en la legislación hipotecaria, el derecho obligacional, que entre las partes continúa siendo espiritualista, se transforma en formalista, privando de eficacia a aquella relación obligacional no registrada, si surge un titular ajeno a aquella relación que haya procedido a la inscripción de su derecho.

En virtud del segundo, el que de buena fe adquiere una posición jurídica basada en la apariencia del registro, no puede ser perturbado en ella por quien dejó que subsistiera aquella apariencia. Como consecuencia de ello, no podrá alegarse esa apariencia jurídica, que habrá de ser respetada por el perjudicado en base a la doctrina de los actos propios por quien, respecto de ella, carezca de buena fe; es decir, probada la mala fe del adquirente, su adquisición no será defendida a ultranza por la conversión en formalista del derecho obligacional antes aludida, referido a los valores anotados inscritos en el Registro.

### **III. FORMA DE REPRESENTACION DE LOS VALORES**

---

A tenor de lo establecido en el artículo 5 de la Ley 24/1988 antes citado, los valores negociables podrán representarse por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos, debiendo aplicarse la modalidad de representación elegida a todos los valores integrados en una misma emisión.

El artículo 5 de la Ley de Mercado de Valores da clara acogida a la representación de valores por medio de anotaciones en cuenta, incluso para las acciones, lo que ratifica el artículo 60 del texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas. La

opción dada por el repetido artículo 5 de la Ley puede ser libremente adoptada por el emisor. Ahora bien, el legislador decanta claramente su preferencia hacia el sistema de anotaciones en cuenta, destinado a recoger, a partir de ahora, el gran volumen de valores que circulan en los mercados oficiales.

En ese sentido se establece: a) el carácter irreversible de la representación de los valores por medio de anotaciones en cuenta. Dicho carácter irreversible sólo tiene, en el proyecto de Real Decreto, una excepción, relativa a aquellos valores no negociados en un mercado secundario oficial, cuya reversión a títulos sea autorizada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en consideración a su escasa difusión. b) La necesidad que, haciendo uso de la delegación contenida en el artículo 5 de la Ley 24/1988, establece el proyecto de Real Decreto de que los valores estén representados por medio de anotaciones en cuenta para que sean admitidos a negociación en las bolsas de valores.

Por el contrario, la representación de los valores por medio de títulos será, en todo caso, reversible, pudiéndose transformar en anotaciones en cuenta. Para ello, el proyecto de Real Decreto, en su artículo 4, establece, después de exigir el acuerdo de transformación de la entidad emisora previo cumplimiento de todos los requisitos legales de convocatoria y adopción de acuerdos sociales, la concesión de un plazo para la transformación de los títulos en anotaciones, que se irá realizando conforme sea solicitada por los titulares. Para los títulos no presentados a la transformación en el plazo concedido al efecto, el artículo 4 del Real Decreto determina un procedimiento de anulación y posterior sustitución por valores anotados de transformación, análogo al regulado en el artículo 59 del texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas para el supuesto de sustitución de títulos emitidos por dichas sociedades.

La disposición transitoria décima de la Ley del Mercado de Valores, en su nueva redacción dada por la Ley 19/1989, de 25 de julio, de reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las directivas de la Comunidad Económica Europea en materia de sociedades, regula la transformación obligatoria en anotaciones en cuenta de las acciones integradas en el sistema de fungibilidad regulado por el Decreto 1128/1974, de 25 de abril, que se considerará a extinguir a partir de la entrada en vigor de los preceptos referentes a las bolsas de valores, contenidos en la Ley 24/1988.

El citado Decreto 1128/1974 quedará derogado una vez que entre en vigor la regulación de la trans-

formación de los títulos en anotaciones en cuenta, estableciéndose por la disposición transitoria 1.<sup>a</sup> del Real Decreto el procedimiento para llevar a efecto esa transformación de los títulos incluidos en el sistema de fungibilidad, que tendrá lugar para cada valor en la fecha que determine el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, que cursará a las entidades adheridas las instrucciones para hacerla efectiva y comunicará la fecha de transformación a las entidades emisoras para que ésta, en el plazo de un año, otorgue, en su caso, la escritura de modificación de estatutos.

La fecha de transformación se publicará con tres meses, al menos, de antelación en el *Boletín Oficial del Registro Mercantil*, boletines de cotización de las bolsas y un diario de circulación nacional.

Transcurrido el plazo de un año, las entidades adheridas podrán proceder a la destrucción de los títulos, acortándose en este supuesto el plazo de tres años concedido en el artículo 4 del proyecto de Real Decreto para las transformaciones de títulos no incluidos en el sistema de fungibilidad.

#### **IV. CONSTITUCION DE LOS VALORES REPRESENTADOS POR MEDIO DE ANOTACIONES EN CUENTA**

Los valores representados por medio de anotaciones en cuenta se constituirán como tales en virtud de su inscripción en el correspondiente registro contable. Tratándose de valores admitidos a negociación en bolsa, tal efecto constitutivo se producirá con la inscripción en el Registro Central a cargo del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.

Desde el momento en que tenga lugar la citada inscripción, los valores quedarán sometidos a las disposiciones reguladoras de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta.

¿Quiere esto decir que el registro contable tiene efectos constitutivos? En mi opinión, los valores existen como tales sin necesidad de la inscripción en el Registro; desde que la sociedad acuerda su emisión, la frase «se constituirán como tales» hay que referirla a las anotaciones en cuenta y no al término valor, de forma que la inscripción en el Registro contable viene a producir los mismos efectos que la impresión y entrega de los títulos físicos a sus titulares, en los casos en que la entidad emisora haya optado por esta forma de representación.

#### **V. FORMALIDADES DE LA EMISION DE VALORES REPRESENTADOS POR MEDIO DE ANOTACIONES EN CUENTA**

La emisión de valores representados por medio de anotaciones en cuenta está sujeta a dos requisitos, uno de forma —el otorgamiento de la escritura pública de emisión—, y el otro destinado a dotar a la emisión de la publicidad oportuna, consistente en el depósito de dicha escritura en determinadas entidades.

1. La escritura pública, además de contener el acuerdo, válidamente adoptado, de la emisión de los valores, debe hacer constar los datos que permitan delimitar el contenido de los valores emitidos que, en todo caso, vendrá determinado por la citada escritura.

Dichos datos, como mínimo, serán los siguientes: la denominación del valor, el número de unidades emitidas, el valor nominal, las demás características y condiciones de los valores integrantes de la emisión, en particular, y de acuerdo con su naturaleza, aquellas que se mencionan en el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas y en el Reglamento del Registro Mercantil; es decir: serie, si existieran varias; los derechos especiales de las privilegiadas, caso de existir, si los valores son nominativos o al portador y, en su caso, las prestaciones accesorias que lleven aparejadas.

En el supuesto de las emisiones de deuda pública del Estado y de las comunidades autónomas, la publicación de las características de la emisión en los boletines oficiales respectivos sustituirá a la escritura pública.

El mismo régimen será aplicable a otras entidades públicas y organismos internacionales, siempre que alguna disposición general les obligue a publicar las características de las emisiones en alguno de los citados boletines.

2. Una copia de la escritura pública —lógicamente será una copia autorizada— deberá ser depositada en la entidad encargada del registro contable, en el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, caso de estar encargado de tal registro, en la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, si los valores se cotizan en un mercado secundario oficial, se depositará además una copia de la escritura ante el organismo rector del mercado. Si los valores se negocian a través del Sistema de Interconexión Bursátil, se depositará una copia ante la sociedad de bolsas y las sociedades rectoras de las bolsas de valores.

En congruencia con la finalidad del depósito de la escritura pública de emisión de los valores, todas las entidades en las que se realice el depósito habrán de tener, en todo momento, a disposición de los titulares y del público en general copia de la escritura depositada.

Los titulares y demás personas interesadas podrán consultar directamente las copias de las escrituras depositadas u obtener, a su costa, su reproducción por cualquier medio adecuado.

## VI. REGISTRO DE LA EMISION

Como ha quedado resaltado anteriormente, una de las piezas claves en el régimen establecido por la legislación del mercado de valores, para las anotaciones en cuenta, la constituye precisamente la necesidad de que las emisiones de valores, así representados, sean objeto de la correspondiente inscripción en el registro contable que se lleva en las entidades especialmente facultadas al efecto.

Consecuente con esa importancia que la Ley concede al registro de las emisiones de valores en anotaciones en cuenta, el legislador ha dedicado una especial atención a determinar qué entidades están facultadas para la llevanza de los registros contables, la responsabilidad en que pueden incurrir, los principios que han de regir la llevanza del registro y el procedimiento para la práctica de las respectivas inscripciones.

1. En relación con las entidades encargadas del registro contable, se establece, en primer lugar, el criterio de unidad del registro contable indicando que el registro correspondiente a una emisión será atribuido a una sola entidad; en segundo lugar, la norma distingue si los valores son o no objeto de negociación en mercados oficiales, al efecto de concretar entre qué tipo de entidades puede designarse la encargada del registro.

Si los valores no están admitidos a negociación, la entidad emisora puede libremente designar a la encargada del registro entre las sociedades o agencias de valores. Únicamente se exige por la Ley que, previamente a la llevanza del registro contable, la designación se inscriba en el registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Si los valores están admitidos a negociación en mercados oficiales, el registro contable será encomendado necesariamente al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, si bien podrá encomendarse al registro, conjuntamente con dicho Servicio, a cualquier entidad adherida, teniendo,

en este caso, el repetido Servicio el carácter de registro central.

Cabe hacer, finalmente, una llamada a que, tratándose de valores negociados en una sola bolsa de valores, la comunidad autónoma con competencia en la materia podrá disponer la creación, por la sociedad rectora de la bolsa correspondiente, de un servicio propio de llevanza del registro contable y de compensación y liquidación.

2. En orden a las responsabilidades en que pueden incurrir las entidades encargadas del registro contable, la Ley exige una especial diligencia en el cumplimiento de sus funciones registrales, al establecer con claridad que la entidad encargada del registro contable, o la entidad adherida, será responsable de los perjuicios ocasionados por no practicar las correspondientes inscripciones, practicarlas con retraso o de un modo inexacto, así como por las infracciones de las reglas establecidas para la llevanza de los registros.

Solamente quedará exonerada de responsabilidad la entidad en el caso de que los perjuicios se deban a culpa exclusiva del propio perjudicado.

El Servicio de Compensación y Liquidación será responsable subsidiario en los supuestos de responsabilidad de las entidades adheridas, salvo que pruebe que ha actuado con la debida diligencia en sus funciones de control y vigilancia del sistema.

El resarcimiento de los daños ocasionados, en su caso, se realizará en la medida de lo posible en especie, obligándose al responsable, en cuanto sea razonablemente factible, a adquirir valores de las mismas características a las de aquellas sobre las que se realizó la actuación que causa la responsabilidad para su entrega al perjudicado.

3. El legislador ha basado la regulación del registro contable de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta, atendiendo a tres principios: el de legitimidad, el de prioridad y el de tracto sucesivo.

Según el primero, la persona que aparezca como legitimada en los asientos del registro contable se presumirá titular legítimo y, en consecuencia, podrá exigir de la entidad emisora que realice en su favor las prestaciones a que dé derecho el valor. Naturalmente, la legitimación se produce, según se ha dicho anteriormente, siempre que su posición haya sido conseguida de buena fe, que en todo caso se presume.

En congruencia con el derecho que corresponde al legitimado por el registro contable, la entidad emisora que realice la prestación en favor del mis-

mo quedará liberada, aunque aquél no sea el verdadero titular, siempre que actúe de buena fe y sin culpa grave.

La aplicación del principio de prioridad a las inscripciones en el registro contable supone, por un lado, la preferencia del acto que accede en primer lugar al registro sobre los que acceden con posterioridad; al efecto de resguardar la efectividad de tal prioridad, se obliga a las entidades encargadas del registro contable a practicar las operaciones correspondientes según el orden de presentación.

De otro lado, el principio de prioridad implica que, una vez producida cualquier inscripción, no podrá practicarse respecto de los mismos valores otra inscripción como consecuencia de actos producidos con anterioridad a la primera, en lo que resulte incompatible u opuesta con ella.

Por último, el sistema registral se basa en la aplicación del principio de tracto sucesivo, es decir, que para la inscripción de cualquier transmisión de valores registrados será precisa la previa inscripción de los valores a nombre del transmitente, e igualmente será necesaria la previa inscripción en la constitución, modificación o extinción de derechos reales.

Los tres principios en los que se basa el procedimiento del registro contable tienen su fundamento en los principios de los actos propios y de buena fe a que se ha hecho referencia en la introducción de este trabajo. A través de ellos el legislador ha establecido el principio de irrevindicabilidad de las transmisiones onerosas de valores representados por medio de anotaciones en cuenta, dotando así de seguridad jurídica al tráfico de dichos valores.

No actúa, en cambio, en la regulación del registro contable, el principio de legalidad de los asientos del registro, sin duda por faltar la calificación de un funcionario público. Como consecuencia de ello, la rectificación de las inscripciones no se realiza únicamente en virtud de resolución judicial o en los casos taxativamente señalados en la Ley, siguiendo el procedimiento en ella establecido, sino que también el artículo 23 del proyecto de Real Decreto admite la rectificación con el consentimiento de los interesados, salvo errores puramente materiales o aritméticos. A los anteriores efectos, se considera prestado el consentimiento si no se manifiesta la oposición en el término de los treinta días siguientes a la notificación practicada por la entidad encargada del registro.

4. La inscripción de las anotaciones en cuenta se practicará por la entidad encargada del registro

contable, una vez que ésta tenga a su disposición la escritura de emisión, y en virtud de relación suscrita por la entidad emisora o, en su caso, por la entidad que haya dirigido la colocación de la emisión, boletín de suscripción o documento equivalente firmado por el suscriptor.

Las inscripciones derivadas de la transmisión se practicarán en virtud de cualquier documento que dé constancia del consentimiento del tramitente y adquirente.

Cuando la transmisión se refiera a la nuda propiedad, a valores pignorados o sujetos a otros derechos reales, deberá constar, además, que la transmisión ha sido puesta en conocimiento del usufructuario, acreedor pignoraticio o titular del derecho o gravamen.

## **VII. MODIFICACION DE LAS CARACTERISTICAS DE LOS VALORES**

---

La Ley establece, para la modificación de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta, un régimen prácticamente igual que el exigido para la emisión de los valores.

Previo el pertinente acuerdo de modificación adoptado por el correspondiente órgano de la entidad emisora competente para ello, se procederá al otorgamiento de la escritura pública de modificación, que será asimismo depositada y puesta a disposición del público en la forma prevista para la escritura de emisión y, en el caso de que no la sustituya, será depositada conjuntamente con ésta.

La modificación será publicada en el *Boletín Oficial del Registro Mercantil* y en uno de los diarios de mayor circulación de la provincia en que la entidad emisora tenga su domicilio.

## **VIII. TRANSMISION DE VALORES REPRESENTADOS POR MEDIO DE ANOTACIONES EN CUENTA**

---

La transmisión de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta tendrá lugar por transferencia contable. La inscripción de la transmisión a favor del adquirente producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos.

La Ley 24/1989, según se deduce del artículo 9, párrafo 1.º, que acabamos de transcribir recoge, en relación con la transmisión de las anotaciones en cuenta, el esquema mantenido por el artícu-

lo 609 del Código Civil de la teoría del título y el modo, pues si respecto del primero, como es lógico, nada dice, aunque evidentemente resulta necesario un acto o negocio causal de la transmisión, con respecto al modo establece una tradición por ministerio de la Ley, al disponer que la inscripción de la transmisión a favor del adquirente producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos, o, lo que es lo mismo, la inscripción, es decir, el simple apunte contable, equivale a la entrega de los títulos.

El segundo párrafo del artículo 9, según el cual la transmisión será oponible a terceros desde el momento en que se haya practicado la inscripción, confirma el anterior planteamiento de que la inscripción equivale al modo en la adquisición de la propiedad. Efectivamente, el negocio causal de la transmisión únicamente puede producir efecto entre las partes, quedando éstas obligadas en los términos en que hayan celebrado el contrato. Efectuada la inscripción, se produce la adquisición de la propiedad y, precisamente desde ese momento de la inscripción, la transmisión, o, dicho de otro modo, la adquisición de la propiedad es oponible a terceros.

Naturalmente, conforme se ha reiterado anteriormente, de conformidad a los principios generales del Derecho y de la contratación, el artículo 9, en su párrafo 3.º, pone de manifiesto la necesidad de que el adquirente opere siempre de buena fe.

La equiparación de los efectos entre la suscripción de la transmisión de las anotaciones en cuenta y la tradición de los títulos tiene consecuencias importantes en cuanto al régimen de la transmisión. Realmente, al no existir cosa que transmitir nos encontraríamos, en el caso de valores anotados, ante una cesión de créditos a la que se debería aplicar el régimen jurídico general previsto para dichas cesiones. Sin embargo, existe una importante peculiaridad introducida por la Ley del Mercado de Valores que elimina los inconvenientes e inseguridades de dicho régimen para el tráfico mercantil. Dado que el legislador nos dice que la inscripción produce los mismos efectos que la tradición y no que dicha inscripción produce la cesión del derecho, es necesario concluir que no se cede el mismo derecho que el acreedor tenía, sino un derecho autónomo delimitado por las características que figuren en la escritura de emisión, y al que no afectan las particulares relaciones jurídicas personales existentes entre el transmitente y el emisor de los valores.

Ahora bien, de nada serviría la existencia de un régimen de transmisión de las anotaciones en

cuenta como el expuesto, si dicha transmisión no permitiese al adquirente la adecuada defensa de su posición, ya que, de no ser así, la inseguridad generada entorpecería seriamente el tráfico mercantil.

De ahí la necesidad de que legalmente se garantice suficientemente la imposibilidad de atacar la transmisión y, consiguientemente, la titularidad que en virtud de ella logra el adquirente.

A conseguir ese fin tienden las disposiciones contenidas en la legislación del mercado de valores, mediante las que se protege la apariencia de legitimidad del adquirente, garantizándose los derechos que correspondan a los terceros de buena fe.

Así, en correlación con la presunción de legitimidad contenida en el artículo 11 de la Ley 24/1988, el artículo 9 de la misma Ley y el artículo 12 del proyecto de Real Decreto establecen que el tercero que adquiera a título oneroso valores representados por medio de anotaciones en cuenta de persona que, según los asientos del registro contable, aparezca legitimada para transmitirlos no estará sujeto a reivindicación, a no ser que en el momento de la adquisición haya obrado con mala fe o culpa grave.

Las conclusiones que pueden establecerse de las normas contenidas en los artículos citados son las siguientes:

a) Únicamente se predica la irrevindicabilidad respecto del tercero adquirente de buena fe y sin culpa grave.

b) La legislación sólo considera irrevindicable la adquisición onerosa de valores en anotaciones en cuenta, lo que resulta coherente con la propia naturaleza del mercado. El legislador, al regular la irrevindicabilidad, ha considerado que sólo el que ha realizado una contraprestación al adquirir el valor tiene derecho a esa especial protección de su posición jurídica. Es ésta una notable diferencia con el régimen de irrevindicabilidad de los títulos al portador, respecto de los cuales el artículo 545 del Código de Comercio, en su nueva redacción dada por la Ley 24/1988, no hace distinción según se trate de transmisiones onerosas o gratuitas.

c) Si bien el artículo 9 de la Ley 24/1988 no dice nada sobre el particular, resulta elemental que el verdadero titular, que —como consecuencia de la irrevindicabilidad de las adquisiciones declaradas por la legislación del mercado de valores— no haya podido ejercitar la acción reivindicatoria para recuperar los valores en anotaciones en cuenta de

los que ha sido desposeído, está facultado para el ejercicio de los derechos y acciones que le correspondan contra los responsables de los actos que le han privado de su titularidad. Según se ha dicho anteriormente, cuando la responsabilidad sea de la entidad encargada de la llevanza del registro contable, aquélla deberá hacerse efectiva en especie, en la medida de lo posible.

## **IX. CONSTITUCION DE DERECHOS REALES LIMITADOS**

---

La Ley 24/1988 y el proyecto de Real Decreto no regulan únicamente la transmisión plena de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta; también regulan las transmisiones limitadas, estableciendo que la constitución de derechos reales limitados, u otra clase de gravámenes sobre valores representados por medio de anotaciones en cuenta, deberá inscribirse en la cuenta correspondiente. La inscripción de la prenda equivale al desplazamiento posesorio del título.

La constitución del gravamen será oponible a terceros desde el momento en que se haya practicado la correspondiente inscripción.

Resulta evidente que pueden constituirse usufructo y prenda sobre anotaciones en cuenta. En caso de usufructo, y de acuerdo con lo establecido en el artículo 471 del Código Civil, el usufructuario tendrá derecho a percibir todos los frutos de los valores sobre los que recae el usufructo. Asimismo, entiendo que el derecho de usufructo será igualmente susceptible de transmisión, con independencia de la nuda propiedad de los valores sobre los que recae tal derecho.

Por lo que se refiere a la prenda sobre valores representados por medio de anotaciones en cuenta, resulta esencial a la propia naturaleza de la garantía pignoraticia que el acreedor tenga la posesión, inmediata o al menos mediata a través de la entrega a una tercera persona, de la cosa sobre la que recae el gravamen, de modo que, en caso de incumplimiento del deudor, pueda el acreedor solicitar la venta de la prenda ejecutando la garantía.

A solucionar los problemas que la imposibilidad de poseer físicamente los valores anotados plantea en la constitución de derechos reales de prenda sobre los mismos, es a lo que destina el legislador la norma del artículo 10 de la Ley 24/1988 y el artículo 13 del proyecto del Real Decreto. En dichos preceptos se reconoce, en primer lugar, la posibilidad de constituir derechos reales limitados

u otra clase de gravámenes sobre anotaciones en cuenta y, en segundo lugar, se dispone que la inscripción de la prenda equivale al desplazamiento posesorio del título, implicando tal apunte, en consecuencia, la indisponibilidad del valor gravado por parte de su titular, asegurando así la ejecución de la prenda en caso de incumplimiento de la obligación garantizada.

Para determinar, pues, la eficacia de la prenda frente a terceros, la Ley sigue la misma vía que para las transmisiones plenas. La prenda será oponible a terceros desde el momento en que se haya practicado la correspondiente inscripción en el registro contable. En la legislación del mercado de valores se contempla, asimismo, la irrevindicabilidad de los valores anotados sobre los que se haya constituido un derecho de prenda en garantía de un préstamo. De acuerdo con lo establecido en el artículo 324 del Código de Comercio, en todo caso la pignoración se ha de efectuar conforme a lo establecido en la sección 2.ª del título V, del libro II del Código de Comercio, que regula los préstamos con garantía de valores, es decir, los realizados con garantía de valores admitidos a negociación en un mercado secundario, hechos en póliza con intervención de corredor de comercio colegiado o en escritura pública. Consecuentemente, la irrevindicabilidad a que se refiere el artículo 324 del Código de Comercio no corresponde a cualquier valor dado en prenda, sino sólo a aquellos valores sobre los que se constituya el derecho real de garantía, cumpliendo las formalidades mencionadas anteriormente que exige el artículo 320 del Código de Comercio.

Independientemente de las formalidades establecidas en el artículo 320 del Código de Comercio, la prenda sobre valores representados por medio de anotaciones en cuenta, constituida en garantía de préstamo, deberá inscribirse en la cuenta correspondiente.

Naturalmente, y aquí sí que el artículo 324 hace una referencia expresa, el titular desposeído podrá ejercitar los demás derechos y acciones que le correspondan contra las personas responsables, para obtener el resarcimiento de los perjuicios ocasionados.

## **X. ACREDITACION DE LA LEGITIMACION**

---

El artículo 12 de la Ley del Mercado de Valores y los artículos 28 y siguientes del proyecto de Real Decreto regulan la forma en que los titulares de los derechos sobre valores en anotaciones en cuenta

podrán acreditar su legitimación para ejercitar tales derechos.

La acreditación de la legitimación para la transmisión y para el ejercicio de los derechos, derivados de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta, se realizará mediante la exhibición de los oportunos certificados.

El certificado será expedido por las entidades encargadas de los registros contables de conformidad con sus propios asientos. En los certificados constará la identidad del titular y los datos necesarios para identificar los valores que se comprendan en aquéllas, así como la finalidad para la que hayan sido expedidas y, en su caso, el plazo de vigencia de los certificados.

La expedición de los certificados se realizará a solicitud del titular de los valores o derechos, estableciéndose de un modo expreso que no podrá expedirse, para los mismos valores o derechos y para el ejercicio o la transmisión de los mismos derechos, más de un certificado.

El valor que tienen los certificados —se determina claramente en el artículo 12 de la Ley del Mercado de Valores y 20 del proyecto del Real Decreto— sirve únicamente para acreditar la legitimación de los titulares de los valores o derechos, declarándose expresamente la nulidad de los actos de disposición que tengan por objeto los certificados.

Una vez que haya sido expedido el certificado a instancia del titular del derecho, el artículo 21 del proyecto de Real Decreto establece que los valores a que se refiere aquél quedarán inmovilizados, no pudiendo las entidades adheridas o encargadas del registro contable dar curso a transmisiones o gravámenes ni practicar las correspondientes inscripciones, en tanto no hayan sido restituidos.

La obligación de restituir los certificados decae cuando hayan caducado, declarándose la caducidad de dichos certificados por el simple transcurso del plazo de vigencia en ellos establecida y, en defecto de éste, por el transcurso de tres meses desde la fecha de su expedición.

## **XI. FUNGIBILIDAD DE LOS VALORES**

---

El sistema de compensación y liquidación de las operaciones bursátiles regulado en el proyecto de Real Decreto ha obligado al legislador a declarar, basándose en el contenido del artículo 8 de la Ley 24/1988, que los valores representados por

medio de anotaciones en cuenta correspondientes a una misma emisión, que tengan unas mismas características, tienen carácter fungible y, en consecuencia, que los titulares, según el registro contable, lo serán de una cantidad determinada, pero sin ninguna referencia que identifique individualmente los valores de su propiedad.

El carácter fungible de las anotaciones desaparece en los casos de constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes, al producirse la individualización de los valores sobre los que recaen los anteriores derechos con la inmovilización de las anotaciones a que antes se ha hecho referencia.

## **XII. COPROPIEDAD DE VALORES REPRESENTADOS EN ANOTACIONES EN CUENTA**

---

El proyecto de Real Decreto, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles, establece en su artículo 14 que los valores en copropiedad se inscribirán a nombre del conjunto de los cotitulares, y el número 3 del artículo 50 del proyecto regula, por su parte, la transmisión de cuotas indivisas de los valores anotados estableciendo que, en ese caso, se practicará la inscripción de las cuotas indivisas a favor de los copropietarios resultantes, con baja de los mismos en la cuenta del transmitente o transmitentes.

En relación con la regulación de la copropiedad de valores anotados, es necesario tener en cuenta lo dispuesto en el artículo 66 del texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, a cuyo tenor las acciones son indivisibles, y en el punto 2 del mismo artículo se obliga a la designación, por los copropietarios de una acción, de una sola persona para el ejercicio de los derechos de socio, sin perjuicio de que todos los copropietarios respondan solidariamente frente a la sociedad de cuantas obligaciones se deriven de la condición de accionistas.

## **XIII. CONCLUSION**

---

Los anteriores puntos constituyen los aspectos más destacados, a mi juicio, de la regulación de los valores representados por medio de anotaciones, a los que la Ley 24/1988 ha dado plena acogida en nuestro ordenamiento jurídico al admitir

esa forma de representación para toda clase de valores públicos y privados, incluso de los valores representativos de la participación en el capital de las acciones.

Esa forma de representación está llamada, además, a tener un indudable protagonismo, al ser la forma que obligatoriamente han de adoptar los va-

lores negociables en bolsa; de ahí la importancia que, en la regulación de las anotaciones en cuenta contenida en la Ley 24/1988 y en el proyecto de Real Decreto, tienen las normas dirigidas a dar seguridad al tráfico mercantil de tales valores, legitimando la adquisición derivada de titular inscrito en el registro contable y declarando la irrevindicabilidad de los valores así adquiridos.

# EL RIESGO EN LA COMPENSACION Y LIQUIDACION DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Miguel PELLICER (\*)

## 1. CONCEPTOS PREVIOS

### 1.1. Organización de los mercados financieros

El encuentro entre la oferta y la demanda de una determinada mercancía se produce en su correspondiente mercado. Si en este encuentro surge el acuerdo, se producen las compraventas, caracterizadas por su precio y por la cantidad de mercancía intercambiada.

Prescindiendo de los mercados de trueque, reales o financieros (*swaps*), en los que se intercambia una mercancía por otra, en todos los mercados se intercambia dinero como contraprestación de las mercancías negociadas. Dado que en todos los casos el dinero cumple la función de medio de pago, es la mercancía intercambiada la que caracteriza al correspondiente mercado (1).

Por tanto, un mercado es financiero cuando la mercancía contratada en él es un instrumento financiero, es decir, un reconocimiento de deuda a favor de su poseedor, para quien es un activo, y en contra de su emisor, para quien es un pasivo. Sin embargo, para simplificar la exposición, en lo sucesivo activo e instrumento financiero se utilizan como sinónimos (2).

De la amplia tipología de mercados financieros existente, quizá la clasificación más significativa es la que distingue entre mercados primarios, en los que nacen y mueren los activos financieros y la deuda que reconocen, y mercados secundarios, en los que el intercambio de activos financieros preexistentes origina el cambio de acreedor. Lo esencial de este trabajo se centra en los riesgos inherentes a los mercados secundarios por ser los que normalmente presentan mayores grados de organización. Sin embargo, la existencia en nuestro país de un mercado primario organizado tan

importante como el interbancario de depósitos justifica algunas referencias ocasionales a éste.

El proceso completo para consumir la compraventa de un instrumento financiero en su correspondiente mercado abarca diversas fases. La primera es la fase de cotización, en la que oferentes y demandantes indican, con carácter firme u orientativo, a qué precio y por qué cantidad están dispuestos a operar. En la fase de contratación (o negociación) se produce el acuerdo entre oferentes y demandantes, quedando fijada, en las operaciones simples, la obligación del vendedor de entregar el activo financiero contratado y la obligación del comprador de pagar el precio acordado, normalmente en una fecha fija. Finalmente, en la fase de liquidación, vendedor y comprador cumplen sus compromisos recíprocos asumidos en la contratación, normalmente mediante la transferencia efectiva del activo financiero y del dinero, respectivamente.

Además de estas fases imprescindibles, entre la contratación y la liquidación puede existir una fase de compensación destinada a transformar los saldos brutos derivados de las operaciones contratadas pendientes de liquidar en saldos netos.

Considerando el proceso de intercambio más amplio, es decir, incluyendo las cuatro fases, hay que distinguir dos sistemas que, aunque fuertemente interrelacionados, responden a problemáticas diferentes.

El primero es el sistema de cotización-contratación, cuyo principio rector es el acercamiento a un mercado perfecto, en el que todo participante puede operar en todo momento al mejor precio. Los parámetros más representativos del grado de acercamiento a un mercado perfecto, son los niveles alcanzados de amplitud, profundidad y elasticidad, concepto este último que incluye el de transparen-

cia pero lo trasciende, ya que incluye la posibilidad de actuar en función de la información generada.

Todo avance organizativo hacia el mercado perfecto tiene unos costes fijos y variables en los que únicamente tiene sentido incurrir si resultan inferiores a las ventajas obtenidas: básicamente un ahorro en los costes de información o búsqueda de la mejor contrapartida (3). Normalmente, este ahorro, que, simplificando, explica los diversos niveles de organización alcanzados en el sistema de cotización-contratación, depende del volumen de negociación, del número de participantes y del número e importe de las operaciones.

Esta dinámica explica que, partiendo de los mercados de búsqueda directa, en los que cada participante debe localizar por sí mismo su contrapartida, surjan, puros o mixtos, los mercados de mediadores (*brokers*), en los que éstos facilitan la búsqueda de contrapartida y ofrecen asesoramiento, a cambio del cobro de comisiones. Explica, asimismo, el paso a los mercados de intermediarios (*dealers*), que ofrecen contrapartida por cuenta propia y pueden actuar también como mediadores, si tienen doble capacidad, y, finalmente, la aparición de los mercados centralizados, primero físicamente y luego electrónicamente (4). A su vez, los altos costes inherentes a los sistemas centralizados explican, dependiendo de los factores antes citados, que se intente la concentración de la negociación en el espacio, en el tiempo y en determinados activos (5).

En paralelo, los sistemas centralizados, al funcionar mediante técnicas de subasta, introducen mayores dosis de interdependencia entre las operaciones contratadas y, por tanto, de fragilidad. Esto explica la existencia de mercados cerrados, con barreras para acceder a la contratación directa, normalmente basadas en criterios de solvencia, profesionalidad y honorabilidad, y que determinan la separación entre miembros negociadores de un mercado y participantes, que deben operar a través de aquéllos mediante un procedimiento de órdenes (6).

Por su parte, el sistema de compensación-liquidación abarca desde que la contratación ha sido comprobada y cerrada hasta la finalización del proceso de liquidación (7). Esto explica su íntima relación con el sistema de contratación, por un lado, y con el sistema de pagos, por otro. A partir de esta doble limitación, de importancia fundamental, el principio rector del sistema es lograr el máximo de eficiencia en el proceso de liquidación, medible por los niveles de seguridad, agilidad y economía

alcanzados en el proceso de transferencias de activos y de dinero con que culmina la liquidación.

Como se ha visto, ambos sistemas, aunque profundamente interrelacionados, obedecen a problemáticas diferentes. Esto explica, en primer lugar, que las barreras de acceso a cada sistema puedan ser diferentes, con lo que a la separación entre participantes y miembros negociadores hay que añadir, además, la de los miembros liquidadores (8). En segundo lugar, dado que la cotización-contratación y la compensación-liquidación son dos funciones claramente diferenciadas, cabe tanto que sean gestionadas por una misma institución como por dos instituciones diferentes (9).

Antes de cerrar este apartado, conviene recordar que, como se ha dicho, los diferentes procedimientos y alternativas organizativas de ambos sistemas responden a situaciones de equilibrio entre los costes que implican y las ventajas que reportan, que, a su vez, dependen de factores tales como el volumen de negociación, el número y clase de participantes y la cantidad e importe unitario de las operaciones del correspondiente mercado. Cualquier inadecuación entre estos factores y la organización del mercado tiene unos costes con repercusión final variable entre los miembros y participantes del mercado, por un lado, y el emisor del activo negociado, por otro, que es preciso evitar a la hora de diseñar o regular la estructura de un mercado.

## 1.2. Riesgos

En la actividad financiera se asume un riesgo al exponerse a una contingencia que tiene incidencia en los resultados (ganancias o pérdidas) de una operación. En general, esta incidencia es simétrica, es decir, positiva o negativa, lo que justifica que los riesgos sean asumidos. Pese a ello, y salvo mención específica en sentido contrario, en lo sucesivo sólo se considerará la posibilidad de que esta incidencia sea negativa, es decir, que origine pérdidas o disminución de ganancias.

El tratamiento de los riesgos comprende dos grandes apartados: el estudio y la gestión. La primera fase del estudio es la identificación del riesgo, es decir, la delimitación de qué contingencia concreta lo produce. En la práctica es, con frecuencia, un problema complejo, como pone de manifiesto que continuamente se descubran nuevas formas de riesgo, en parte consecuencia de la innovación financiera, pero sobre todo de la descomposición en partes más simples de riesgos ya conocidos o de su agrupamiento bajo nuevas denominaciones.

La segunda fase es la asignación, en la que se intenta conocer quién soporta el riesgo. Desde el punto de vista supervisor, es un tema importante no sólo por su posible repercusión en la solvencia de quien lo asume, sino especialmente por la posibilidad de que existan externalidades como consecuencia de la ruptura de la simetría antes citada, de forma que las expectativas de ganancias que generan los riesgos puedan recaer en quien decide asumirlos, y las expectativas de pérdidas en otros. Como se verá más adelante, éste es el caso del riesgo de sistema.

La última fase del estudio de los riesgos es su medición, lo que exige considerar tanto las pérdidas que puede ocasionar la materialización de la contingencia que identifica el riesgo como la probabilidad de que esta materialización llegue a producirse.

Por su parte, la gestión del riesgo busca situarlo en el nivel que se considere más adecuado. Puesto que, como se ha dicho, la asunción de riesgos más altos origina mayores expectativas de ganancias, puede ser racional elevar, mantener o disminuir dicho nivel, aunque aquí sólo se considerará esta última posibilidad.

La gestión de riesgos encaminada a disminuirlos tiene varias alternativas. La primera es intentar incidir sobre la probabilidad de que la contingencia que origina el riesgo se materialice (10). Manteniendo, voluntaria o involuntariamente, la probabilidad citada, la segunda alternativa para reducir riesgos es disminuir sus repercusiones mediante operaciones de cobertura, en las que se asuma un riesgo de signo contrario, es decir, que, como consecuencia de la materialización de la misma contingencia, produzca una variación de resultados opuesta (11). Un caso particular de cobertura es el aseguramiento, mediante el cual la asunción de las posibles pérdidas que puede ocasionar el riesgo se transmite a precio fijo a una entidad especializada que actúa en base actuarial (12). Finalmente, cabe disminuir las posibles consecuencias negativas de algunas clases de riesgo mediante la constitución de garantías, cuya ejecución, si el riesgo llega a materializarse, compensa total o parcialmente las pérdidas (13).

Hay que destacar que cualquiera de las alternativas citadas, o cualquier otro procedimiento de disminución del riesgo que se elija, tiene un coste, explícito o implícito, fijo o variable, dado que, en definitiva, toda disminución de riesgos supone una reasignación de los mismos, es decir, su asunción por otro, que, salvo que existan externalidades, sólo será aceptada a cambio de una ganancia cierta o en expectativa.

### 1.3. Riesgos en los mercados financieros

En relación a los riesgos característicos de los mercados financieros, de la especificidad de cada uno de los sistemas antes mencionados deriva que presenten riesgos claramente diferenciados.

El riesgo más característico del sistema de cotización-contratación, el riesgo de contratación, también llamado de liquidez, es el de no poder operar en todo momento al mejor precio posible, riesgo tanto mayor cuanto más lejos esté el mercado de tener las características, ya mencionadas, de un mercado perfecto. La asignación de este riesgo es clara: corresponde al participante, pese a las complicaciones que puede introducir el procedimiento de órdenes, característico de los mercados cerrados, y la posibilidad de errores, en particular en los procedimientos, electrónicos o no, de contratación anónima. La tendencia a su disminución, a nivel agregado, explica la evolución de las estructuras organizativas y de los procedimientos operativos ya citada. A nivel individual, la disminución de este riesgo, máximo en los mercados de búsqueda directa, tiene, según los casos, el coste de dicha búsqueda, de la comisión de los mediadores, del diferencial entre precios de compra y venta de los intermediarios, o del corretaje de los miembros del mercado.

Por su parte, los riesgos más característicos del sistema de compensación-liquidación son los denominados riesgos de liquidación (o de ejecución) y riesgos de sistema, que constituyen el objeto básico de este trabajo. Dado que la existencia del riesgo de liquidación es una de las condiciones necesarias para la existencia del riesgo de sistema, se ha preferido centrar la exposición en el tratamiento de este último, siguiendo la metodología antes propuesta para el análisis de cualquier riesgo.

## 2. IDENTIFICACION DEL RIESGO DE SISTEMA

El riesgo de sistema consiste en la posibilidad de que, como consecuencia de una liquidación fallida, no puedan realizarse otras liquidaciones, en virtud de un proceso de transmisión que puede llegar a afectar al conjunto del mercado, o incluso de todo el sistema financiero nacional e internacional.

Por tanto, para que el riesgo de sistema llegue a materializarse, ha de hacerlo previamente el riesgo de liquidación y, además, deben darse las condiciones para que pueda existir un proceso de tras-

lación de sus consecuencias hacia terceros, que alcance el nivel de generalidad que caracteriza el riesgo de sistema.

## 2.1. Riesgo de liquidación

El riesgo de liquidación consiste en la posibilidad de incurrir en pérdidas como consecuencia de que la contrapartida no cumpla, en el momento acordado, el compromiso, asumido en la fase de contratación, de entregar el activo negociado o realizar su pago (14).

Para abordar el estudio del riesgo de liquidación es conveniente introducir, provisionalmente, la hipótesis de que cada operación contratada da lugar a una liquidación independiente, es decir, suponer que no hay compensación.

### a) Identificación

Dejando aparte los errores, para que el riesgo de liquidación llegue a materializarse es condición previa que el incumplidor haya operado incurriendo en descubierto, es decir, comprometiendo la entrega del activo o del dinero sin disponer de ellos. Si ni siquiera se ha contratado su adquisición, se trata de un descubierto por contratación, que es el único que origina el riesgo de liquidación (15). Si para poder realizar la entrega se ha contratado la adquisición en una operación todavía pendiente de liquidar, se trata de un descubierto por liquidación, que no puede originar un incumplimiento, aunque sí transmitir uno previo.

En ambos casos, dependiendo de lo que ocurra con la operación destinada a solucionar el descubierto, pueden producirse las dos formas de materialización del riesgo de liquidación: retrasos o incumplimientos definitivos en la entrega de lo pactado (16).

### b) Asignación

La asignación del riesgo de liquidación es, en principio, sencilla, ya que cada parte contratante lo asume frente a la contraria. De aquí se deduce, una vez más, la conveniencia de seleccionar la contrapartida. Sin embargo, como se verá más adelante, la selección individual de la contrapartida deja de ser eficaz cuando, como consecuencia del sistema de compensación, el riesgo de liquidación experimenta una reasignación hacia un tercero.

### c) Medición

Para medir las pérdidas que pueden ocasionar las dos formas posibles de materialización del riesgo de liquidación hay que considerar, en primer

lugar, su probabilidad, que depende de elementos subjetivos (básicamente, honorabilidad, profesionalidad y solvencia de los restantes miembros liquidadores) y objetivos (básicamente, factores que estimulen los descubiertos y liquidez y elasticidad del mercado donde vaya a solucionarse el descubierto) (17).

Dada una determinada posibilidad, el importe de las posibles pérdidas depende, en primer lugar, de si se produce un retraso o un incumplimiento definitivo. Comenzando por este último, el tema fundamental es si se ha pactado o no la realización simultánea y vinculada de las dos transferencias integrantes de la liquidación (18).

En efecto, entre el momento de la contratación y el de la liquidación, comprador y vendedor confían en que su contrapartida cumpla lo pactado, es decir, se conceden mutuamente sendos créditos de las siguientes características: *a)* importe: el del crédito del vendedor es igual al precio pactado y el del comprador igual al precio de mercado del activo negociado, por lo que inicialmente coinciden (19); *b)* rentabilidad: no se conoce, pero si no hay intercambio de pagos por este concepto, han de ser iguales si el plazo lo es; *c)* plazo: el del vendedor, hasta que reciba el pago, y el del comprador, hasta que reciba el activo; *d)* garantías: aunque ambos créditos son personales, puede considerarse que mientras los dos están vivos, cada uno está garantizado por el importe del otro, siempre que sus amortizaciones estén vinculadas.

Partiendo de estas características, es fácil deducir que, si se ha pactado la liquidación simultánea y vinculada y no tiene lugar, el importe de las pérdidas que puede originar esta materialización del riesgo de liquidación equivale a la diferencia entre el importe de los dos créditos recíprocos cuya amortización no se ha producido. Dada la definición de ambos importes, su diferencia se manifiesta como un riesgo de mercado, es decir, como una consecuencia de que el precio de mercado del activo negociado varíe en un determinado sentido (20). En efecto, si por cualquier causa el precio de mercado del activo ha subido, el importe del crédito concedido por el comprador será mayor, con lo que éste saldrá perjudicado si la doble amortización no se produce; por el contrario, si el precio de mercado ha bajado, el perjudicado será el vendedor (21).

Por el contrario, si la liquidación no es simultánea y vinculada, el crédito que permanezca vivo tras la amortización del otro deja de tener cualquier tipo de garantía. Con ello, el riesgo de liquidación pasa a poder acarrear pérdidas por un importe que in-

corpora al riesgo de mercado comentado el principal del crédito ya amortizado. De aquí la importancia del principio «entrega contra pago» para limitar las posibles consecuencias del riesgo de liquidación (22).

Si el riesgo de liquidación se materializa en un retraso, lógicamente las pérdidas serán mucho menores, ya que equivaldrán al coste de financiar, a tipo de interés de mercado y durante el tiempo que dure el retraso, las pérdidas comentadas al tratar de los incumplimientos definitivos.

#### d) *Gestión*

Dado que el riesgo de liquidación deriva siempre de descubiertos, el primer tema que surge al abordar su gestión es la posibilidad de prohibirlos o limitarlos, en especial los relativos al activo negociado, por su menor fungibilidad (23). Sin embargo, es evidente que nunca una de las partes puede conocer cuándo su contrapartida está operando mediante un descubierto por liquidación o por contratación, y menos todavía si éste sobreviene posteriormente.

Por tanto, la limitación de los descubiertos sólo puede ser acometida por la entidad rectora del sistema de contratación, siempre que cumpla las siguientes condiciones: *a)* actuar como registradora de las operaciones contratadas; *b)* ser la central de anotaciones de los saldos de activos y de dinero poseídos por las partes contratantes o estar en contacto permanente con las correspondientes centrales de anotaciones, para verificar la existencia de saldo previo antes de registrar una contratación; *c)* tener capacidad jurídica para inmovilizar los saldos ya contratados y pendientes de liquidación (24).

A los altos costes explícitos de poner en marcha este sistema de control hay que añadirles los costes implícitos de renunciar a las importantes ventajas que, para los miembros de cualquier mercado, representa la posibilidad de operar en descubierto. Estas ventajas, que no van a ser tratadas aquí en profundidad por corresponder a la problemática del sistema de cotización-contratación, derivan básicamente de realizar operaciones de cobertura, especulación o arbitraje sin apenas incurrir en desembolsos inmediatos (25).

Es evidente que si los miembros del mercado consideran que la suma de ambos tipos de costes exceden del precio que están dispuestos a pagar por la seguridad que supone la eliminación del riesgo de liquidación, intentarán operar al margen del sistema o retrasar la comunicación al mismo de

las operaciones contratadas hasta que el descubierto haya dejado de existir. En este caso, será necesario un férreo procedimiento supervisor, con el consiguiente incremento de costes, si no se quiere correr el riesgo de que la exigencia de saldo previo para contratar sólo sirva para incrementar el descontrol del mercado y, en consecuencia, los niveles de inseguridad.

Dado que normalmente la posibilidad de controlar o reducir los descubiertos por contratación no es realista, la siguiente alternativa para gestionar el riesgo de liquidación es reducir su probabilidad, lo que conduce a los temas de selección de contrapartida y de barreras de acceso, ya comentados.

Dada una determinada probabilidad, para reducir las posibles consecuencias del riesgo de liquidación se plantea la conveniencia, por los motivos antes citados, de que las dos transferencias integrantes de la liquidación sean simultáneas y vinculadas. Lógicamente, esta simultaneidad exige que la liquidación conjunta se demore hasta que la transferencia más tardía, normalmente la de los activos, pueda realizarse. Esto, unido a que el alargamiento del plazo entre la contratación y la liquidación incrementa todas las incertidumbres inherentes al riesgo de liquidación, ha originado un doble proceso histórico, más antiguo para el dinero y todavía inconcluso para los restantes activos financieros, destinado a agilizar el proceso de transferencia mediante la progresiva desmaterialización de los instrumentos financieros (26).

Por otra parte, para perfeccionar las garantías que representa la liquidación simultánea y vinculada, haciendo que riesgo y garantía evolucionen a la par, el mecanismo más frecuente es la práctica de liquidaciones provisionales, a cuenta de la definitiva. Con esta práctica, más relacionada con el riesgo de contrapartida que con el de liquidación, se corrigen los desajustes que puedan surgir entre el importe de los créditos que vendedor y comprador se conceden en el momento de la contratación, es decir, entre el precio pactado y el precio de mercado del activo contratado. Estas liquidaciones provisionales consisten en transferencias, normalmente de dinero, que debe entregar la parte cuyo crédito haya visto reducido su importe (27). Pueden pactarse con periodicidad fija, normalmente diaria, o para cuando los desajustes antes citados alcancen un determinado importe. De igual forma, dado que su función es la de actualizar el valor de las garantías, pueden pactarse asimétricamente cuando la solvencia de las dos partes es desigual.

Finalmente, como última técnica de gestión del riesgo de liquidación cabe su reasignación, es de

cir, su traslado a un tercero no participante en la contratación, que asume, con carácter principal o subsidiario, el compromiso de liquidar la operación, tema que será tratado más adelante.

## 2.2. Transmisión del riesgo de liquidación

Con independencia de cuál haya sido su origen, las consecuencias del riesgo de liquidación puede transmitirse si la parte perjudicada ha operado incurriendo en descubierto por liquidación. Manteniendo la hipótesis de que no existe compensación, sólo este tipo de descubierto produce un encañamiento de operaciones susceptible de provocar que el riesgo de liquidación de una operación se transmita a terceros no implicados en ella.

Sobre esta forma de transmisión del riesgo de liquidación hay que destacar dos temas. El primero es que, si bien se puede producir por sucesivos incumplimientos, tanto en la entrega del activo negociado como en su pago, es precisamente a través del dinero no recibido y comprometido para un pago en otro mercado como puede producirse la contaminación de otros mercados, de forma que los incumplimientos lleguen a afectar a partes significativas del sistema. El segundo es que el riesgo de sistema existe incluso en mercados carentes de cualquier grado de organización. No obstante, ésta plantea nuevas modalidades de transmisión del riesgo de liquidación, cuyo análisis exige suprimir la hipótesis, mantenida hasta ahora, de que cada operación contratada es objeto de una liquidación separada, con unos costes de liquidación independientes y, por tanto, acumulables en la misma proporción que el número de operaciones.

### a) *Agrupación de liquidaciones*

Los costes de liquidación tienen tres componentes básicos. El primero es el coste implícito en el riesgo de liquidación asumido. El segundo es el coste de mantener disponible el activo y el dinero contratados. El tercero es el coste de transferencia, normalmente más elevado en el caso del activo que en el del dinero. Lógicamente, cuanto más elevado sea el volumen de negociación mayores serán los estímulos para evitar la acumulación multiplicativa de, al menos, los dos últimos componentes.

Este ahorro puede alcanzarse por dos vías complementarias. La primera, que se refiere al acortamiento del período de liquidación y al ahorro en el coste de transferencia, conduce a la desmateriali-

zación, ya comentada, del dinero y de un número creciente de activos financieros negociables.

La segunda intenta reducir primero el número y luego el importe de las transferencias necesarias para consumir el proceso de liquidación. El primer paso para lograrlo es agrupar en un solo proceso de liquidación el mayor número posible de operaciones contratadas. Con ello, el ahorro buscado sólo se producirá si los costes del mayor nivel de riesgo y de organización que esto exige resultan inferiores a las ventajas que supone la liquidación agrupada. Estas ventajas se refieren, al menos, a tres temas interrelacionados: a) menor coste de disponibilidad, ya que el momento de la liquidación es único; b) posibilidad de tener que realizar un menor número de transferencias, en la medida en que se acumulen saldos de dinero y de activos fungibles, y c) facilitar la operativa en descubierto.

La importancia que adquieren estas ventajas, incluso con volúmenes de negociación relativamente bajos, explica la generalización de las liquidaciones agrupadas. No obstante, no es ésta la única dinámica presente, ya que al ahorro de costes por esta vía se opone un doble incremento de riesgos.

El primero es consecuencia de que la simultaneidad de las liquidaciones agrupadas facilita el encañamiento de operaciones y, por tanto, potencia el riesgo de sistema. Puesto que éste no es un riesgo privado, sino social, su incremento no constituye un contrapeso capaz de limitar la búsqueda del ahorro de costes a través de la agrupación de liquidación.

La segunda forma de incrementarse los riesgos es consecuencia del alargamiento del período de liquidación y del mayor volumen de los saldos acumulados pendientes de liquidación. En este caso, del ahorro de costes y del incremento de riesgos, ambos privados, resulta una frecuencia de liquidación de equilibrio, diferente para cada tipo de mercado, teniendo en cuenta sus riesgos específicos y que, cuanto mayor sea el volumen de negociación, mayor puede ser la frecuencia compatible con el ahorro de costes buscado.

A esta búsqueda de la frecuencia de liquidación de equilibrio obedecen dos de los principales procedimientos de agrupación existentes. Con el primero, que normalmente corresponde a niveles de contratación relativamente bajos, las operaciones contratadas durante varias sesiones se concentran para liquidarse en una fecha concreta (un día a la semana, al mes, etc.), con lo que el período de liquidación se alarga (28). En cambio, el segundo procedimiento reúne todas las operaciones negociadas en cada sesión de contratación, normal-

mente diaria, en una sola liquidación, que se desarrolla, según los casos, el mismo día o un número fijo de días posterior al de contratación. Con ello, todos los días hábiles existe liquidación (29). Dado que en ambas alternativas existe una tendencia a normalizar, nacional e internacionalmente, las correspondientes prácticas, las ventajas que otorga esta sincronización se obtienen al precio de potenciar el encadenamiento de operaciones entre diferentes mercados (30).

#### b) *Sistemas de compensación*

A partir de la agrupación de liquidaciones, como segundo paso para reducir los costes de liquidación, se plantea la posibilidad de reducir el importe de las transferencias. Este es, precisamente, el objetivo de los sistemas de compensación: pasar a netos los saldos brutos pendientes de liquidación como consecuencia de la agrupación de liquidaciones. Con las importantes matizaciones que luego se introducen, esta disminución de saldos plantea un menor riesgo de liquidación (31).

Lógicamente, esta compensación, también denominada *neteo*, es siempre posible con el dinero, por su plena fungibilidad. Sin embargo, en relación a los activos negociados, sólo es aplicable entre activos fungibles y, como consecuencia de ello, únicamente a los mercados secundarios, dado que tanto en la emisión como en la amortización los flujos de activos fungibles son siempre en la misma dirección (32).

De las diversas variantes que pueden presentar los sistemas de compensación cabe mencionar la posibilidad de que existe novación, en virtud de la cual, una vez concluida la compensación, los derechos y obligaciones nacidos como consecuencia de la contratación quedan extinguidos a todos los efectos, siendo sustituidos por los nuevos derechos y obligaciones nacidos de la compensación (33). Esta técnica alcanza su efectividad máxima con sistemas de compensación rotativos, en los que los saldos netos resultantes de cada compensación no son objeto de liquidación, sino que pasan a integrarse en la siguiente compensación junto con los saldos originarios por nuevas contrataciones.

Llevadas hasta sus últimas consecuencias, estas técnicas, que exigen volúmenes de negociación suficientemente elevados, una rigurosa selección de los miembros liquidadores y el establecimiento de límites de riesgo para cada uno de ellos, permiten que los compromisos asumidos en la fase de contratación se cumplan con el mínimo de liquida-

ciones, con el consiguiente ahorro pese a incurrir en altos costes organizativos.

En relación al riesgo de sistema su repercusión es menos clara, ya que producen efectos contrapuestos sobre los dos elementos que lo definen. Por un lado, disminuyen el riesgo de liquidación al ser menores los saldos pendientes de transferir; por otro, al aumentar la interdependencia entre las liquidaciones, incrementan los cauces por los que el riesgo de liquidación, si llega a materializarse, puede desencadenar el riesgo de sistema (34).

### **3. ASIGNACION DEL RIESGO DE SISTEMA**

A partir de la delimitación del riesgo de sistema, comentada en el apartado anterior, su asignación hay que contemplarla a dos niveles diferentes. En primer lugar, soportan el riesgo de sistema los participantes en operaciones encadenadas, ya sea como consecuencia de sucesivos descubiertos por liquidación o de la vinculación de liquidaciones surgida del sistema de compensación, en especial si es multilateral. Dado que, a través de descubiertos por liquidación relativos al dinero, la contaminación de operaciones puede ir extendiéndose a sucesivos mercados, con el actual grado de integración transnacional de los mercados, teóricamente no existen fronteras para este proceso de transmisión.

El segundo nivel se refiere a que si la contaminación citada alcanza magnitud suficiente, puede llegar a producir un colapso de los sistemas de pagos que lleve a minar la confianza en el conjunto del sistema financiero. Esto puede dar lugar a una crisis generalizada que supone un cambio cualitativo en el proceso de transmisión, al llegar a afectar a quien no ha participado de ninguna forma en los mercados financieros.

Esta formulación, pese a sus evidentes tintes alarmistas, pone de manifiesto el rasgo más significativo de la asignación del riesgo de sistema: su carácter de riesgo social y, por tanto, asimétrico, en el sentido de que los posibles perjudicados por su materialización no coinciden con los que se benefician de las prácticas generadoras del riesgo: básicamente, la operativa en descubierto y las formas organizativas tendentes a ahorrar costes de liquidación. Como consecuencia, tal y como lo confirma la experiencia práctica, no cabe esperar de los participantes en un determinado mercado que estén dispuestos a pagar, de forma espontánea, un precio por disminuir o suprimir la parte del riesgo de sistema que ellos no soportan.

#### 4. MEDICION DEL RIESGO DE SISTEMA

---

Como al tratar de cualquier riesgo, en la medición del riesgo de sistema hay que considerar el importe de las pérdidas que puede originar y la probabilidad de que lleguen a producirse.

Comenzando por el importe, hay que distinguir dos aspectos. El primero son las que pueden denominarse pérdidas privadas, derivadas de la acumulación de sucesivas liquidaciones fallidas, cuyas características son análogas a las del riesgo de liquidación. El segundo, mucho más importante, son las pérdidas sociales, superiores a la suma de las individuales y de imposible cuantificación, al estar relacionadas con el posible colapso en la liquidación de sucesivos mercados y con la pérdida de confianza en el sistema en su conjunto que puede originar. Como se ha dicho, este segundo aspecto es el más característico del riesgo de sistema.

Pasando a la probabilidad de que el riesgo de sistema se materialice, el primer aspecto a considerar es la probabilidad de que se materialice el riesgo de liquidación desencadenante, tema ya tratado. Si esta materialización se produce, se plantea la probabilidad de que sus efectos se transmitan, lo que remite a los dos procedimientos principales de encadenamiento de operaciones, también comentados.

Un segundo aspecto a considerar es la posibilidad de que, pese a haber incurrido en descubiertos por liquidación, alguno de los afectados por el encadenamiento de operaciones sea capaz de cortar la transmisión, haciendo frente a sus compromisos, aunque para ello tenga que incurrir en pérdidas. En ausencia de procedimientos extraordinarios, la probabilidad de que pueda hacerlo será tanto mayor cuanto más largo sea el tiempo de reacción entre la recepción fallida y la entrega contratada, cuanto más líquidos y ágiles sean los mercados alternativos en los que se pueda adquirir la entrega comprometida y cuanto más altas sean su liquidez y solvencia en relación al riesgo de liquidación directamente asumido.

A nivel más general hay que considerar qué condiciones hacen más probable que se produzcan encadenamientos de operaciones relativamente importantes. A este respecto hay que mencionar al menos dos factores conexados. El primero podría denominarse densidad de los mercados, concepto poco preciso pero gráfico, que incluye elementos interrelacionados, tales como nivel general de desarrollo financiero, volumen y frecuencia

de contratación, índice de rotación de los activos negociados, número y clase de miembros, importancia relativa de las operaciones de inversión y de negociación, nivel de integración nacional e internacional de los diferentes mercados, etc. En general, todos estos elementos se ven tanto más potenciados cuanto más elevado sea el nivel de valorización del sistema financiero, es decir, el peso de las financiaciones para cuyo reconocimiento se utilizan instrumentos financieros negociables, susceptibles de contratación en mercados con niveles de organización relativamente elevados. El segundo factor se refiere a los estímulos más directos para operar en descubierto por liquidación, abarcando cuestiones como el período de tiempo entre la contratación y la liquidación, el coste de oportunidad de operar con saldo previo, relacionado con el nivel de tipos de interés, o las expectativas de beneficio, derivadas de la variabilidad de los tipos de interés.

Finalmente, el aspecto más global que incide en la probabilidad de que el riesgo de sistema pueda llegar a materializarse es la vulnerabilidad del sistema, concepto difícil de precisar por su generalidad, que intenta aproximar el mayor o menor nivel de confianza en el sistema o, lo que es lo mismo, su mayor o menor capacidad de soportar un colapso del sistema de pagos de determinada magnitud, sin que lleguen a producirse situaciones de pánico generalizado.

No resulta sencillo resumir cuál es el nivel actual de probabilidad de que el riesgo de sistema llegue a materializarse. Sin embargo, basta repasar los principales factores de los que depende (integración de los mercados, encadenamiento de operaciones, grado de valorización, inestabilidad de los tipos de interés, etc.) para concluir que se trata de una probabilidad creciente y ya lo suficientemente elevada como para que sea aconsejable una gestión activa del riesgo de sistema, destinada a disminuirlo.

#### 5. GESTION DEL RIESGO DE SISTEMA

---

Teóricamente, la gestión del riesgo de sistema incluye actuaciones tendentes a solucionar el riesgo de liquidación que lo origina y/o a dificultar su transmisión. La elección de sobre cuál de estos factores resulta preferible actuar depende, lógicamente, de los costes y de la efectividad de una y otra opción.

Desde esa perspectiva, todo favorece la primera opción, es decir, actuaciones tendentes a prevenir el riesgo de liquidación, al menos por dos razones.

La primera es que, por tratarse de un riesgo privado, los miembros de cualquier mercado están dispuestos a pagar un precio por evitarlo (35). La segunda es que, como se ha dicho, los factores que facilitan la transmisión del riesgo de liquidación generan un importante ahorro en los costes de liquidación, ahorro mucho más valorado que la prevención de un riesgo social como es el de sistema.

Por tanto, la prevención de este riesgo conduce, en la práctica, a la del riesgo de liquidación. En el epígrafe 2.1.d) este tema se ha considerado desde la óptica de cada operación individual, es decir, bajo la hipótesis de que no existían procesos de compensación. Sin embargo, para abordar la prevención del riesgo de liquidación en las circunstancias concretas en las que puede desencadenar el riesgo de sistema con mayor probabilidad, es preciso no sólo introducir los sistemas de compensación, en especial los multilaterales, sino también considerar las características básicas de los sistemas de pagos, tanto de dinero como de activos, en los que culmina el proceso de intercambio de los mercados financieros.

### 5.1 Sistema de pagos de dinero

En relación al dinero, se denomina sistema de pagos el conjunto de técnicas y procedimientos encaminados a lograr la efectiva transferencia de dinero en que consisten los pagos. Un pago sólo queda perfeccionado cuando el acreedor toma posesión en firme del dinero transferido, que lógicamente cumple aquí la función de medio de pago. Sólo existen dos medios de pago que sean admitidos con generalidad: el dinero legal, es decir, monedas y billetes, y el dinero bancario, que son los depósitos a la vista en el sistema bancario. Los costes y riesgos inherentes al mantenimiento y transferencia de ambas formas de dinero llevan a que, normalmente, el dinero legal se utilice en el pago de pequeñas transacciones, mientras que con el dinero bancario se liquidan operaciones de mayor cuantía.

El dinero legal únicamente puede transferirse mediante su transporte físico, mientras que el dinero bancario se moviliza mediante su traspaso de la cuenta de un titular a la de otro, en virtud de las instrucciones de pago que incorporan los denominados instrumentos de pago: cheques, transferencias, tarjetas de pago, recibos domiciliados, etcétera (36). Cuando ambas cuentas son pasivos de la misma institución, las instrucciones de pago no circulan fuera de la misma. En cambio, cuando son pasivos de diferentes instituciones, si el instrumento de pago no ha sido presentado en la entidad

que debe transferir el dinero bancario, las instrucciones de pago deben circular de una u otra forma por la red interbancaria de pagos (37). Normalmente estos pagos acaban por liquidarse sobre las cuentas que los bancos miembros de la red tienen abiertas en el banco central.

De los sistemas de compensación de los diferentes mercados resultan instrucciones de pago relativas a los saldos netos establecidos, que deben ser atendidas en el sistema de pagos para que la liquidación tenga lugar. Es evidente que únicamente si estas instrucciones no son atendidas puede llegar a materializarse el riesgo de sistema.

Caben aquí dos alternativas. La primera es que el sistema de pagos esté dotado de firmeza, es decir, que atienda automáticamente todas y cada una de las instrucciones de pago que reciba (38). Puesto que es posible la recepción de instrucciones de pago sin contar con fondos suficientes para atenderlas, es evidente que la firmeza de un sistema de pagos implica que están permitidos los descubiertos en las cuentas sobre las que liquida el sistema, es decir, que el banco central está dispuesto a conceder automáticamente el crédito necesario para evitar que los incumplimientos puedan producirse (39).

Es evidente que, con firmeza en el sistema de pagos, el riesgo de sistema no existe, dado que el riesgo de liquidación que lo origina desaparece al asumirse frente a alguien que garantiza el pago. Lógicamente, para que esta garantía sea total sólo puede aportarla alguien que no pueda tener problemas de liquidez ni de solvencia, es decir, el banco central, cuya función tradicional de prestamista en última instancia adquiere así una nueva dimensión, peligrosamente cercana a la de prestamista en primera instancia.

Esta breve descripción de un sistema de pagos dotado de firmeza explica que quien la aporta plantee una rigurosa selección de sus miembros, intente limitar los descubiertos intradía en términos absolutos o poniéndoles precio, imponga condiciones más o menos severas para autorizar que otros sistemas de pagos o de compensación carentes de firmeza viertan sus saldos en el sistema de pagos firme, etc. Dicho con otras palabras: en este caso el riesgo de sistema experimenta una reasignación hacia el banco central que éste sólo puede aceptar a cambio de la supervisión del sistema de pagos.

La siguiente alternativa es que el sistema de pagos carezca de firmeza, es decir, que sólo atienda las instrucciones de pago si existe saldo previo

suficiente para ello. También aquí caben dos posibilidades. La primera es que el sistema actúe sobre base bruta, es decir, que, siempre en función de que haya saldo suficiente, vaya atendiendo o rechazando individualmente cada una de las instrucciones de pago recibidas a medida que vayan llegando (40). La segunda es que actúe sobre base neta, es decir, que el sistema vaya guardando, sin ejecutarlas, las instrucciones de pago recibidas durante cierto período de tiempo, normalmente un día, al término del cual procede a compensarlas multilateralmente, estableciendo saldos netos, deudores o acreedores, de instrucciones de pago, que atiende si en ese momento existen saldos suficientes para ello (41). Si alguno de estos saldos es insuficiente, se intenta, en primer lugar, solucionarlo a través de procedimientos especiales que permiten operar, incluso tras el cierre ordinario del mercado. Si esto fracasa, quedan abiertas dos opciones: pasar a la compensación bilateral o intentar reconstruir la compensación multilateral excluyendo instrucciones de pago del incumplidor, siempre con el criterio de que puedan atenderse el mayor volumen posible de órdenes de pago (42).

Lógicamente, con ausencia de firmeza, es decir, de créditos automáticos, no existen garantías de que, pese a los procedimientos especiales y a la prioridad antes citados, las instrucciones de pago emanadas de un sistema de compensación sean atendidas ni, por tanto, de que su liquidación se lleve a cabo. Por tanto, en estas condiciones, la prevención del riesgo de sistema pasa porque el sistema de compensación aporte a sus instrucciones de pago la firmeza de la que carece el sistema de pagos.

Para ello existen dos procedimientos básicos. Tienen en común que el organismo rector del sistema, es decir, la cámara de compensación, ha de prestar automáticamente los fondos necesarios para que la liquidación sea posible, pero se diferencian según que la cámara de compensación se haya interpuesto o no entre los miembros liquidadores deudores y acreedores, de forma que los derechos y obligaciones derivados de la compensación existan sólo frente a la cámara y no frente a otros miembros.

Si esta interposición existe, da lugar a los denominados sistemas multilaterales de compensación con sustitución, en los que el riesgo de liquidación queda homogeneizado al asumirse frente a la cámara de compensación (43). En este caso, el riesgo de liquidación será tanto más reducido cuanto más solvente sea la cámara de compensación frente al importe de los posibles incumplimientos que pue-

de llegar a afrontar. Para respaldar esta solvencia la cámara suele exigir a sus miembros varios tipos de depósitos en garantía (fijos, proporcionales al promedio de su volumen de liquidación, variables en función de sus posiciones abiertas, etc.), contando, además, con sus recursos propios no inmovilizados y con su capacidad de endeudamiento inmediato (44).

Si la interposición no existe, la cámara de compensación puede aportar firmeza, a través de la inmediata prorrata de los fondos necesarios para solucionar el incumplimiento, entre los miembros del sistema de compensación (45) (46).

Dado que ni la cámara de compensación ni sus miembros tienen plenamente garantizada su liquidez y solvencia, ninguno de estos procedimientos excluye totalmente la posibilidad de intervenciones ocasionales del banco central como prestamista en última instancia, en este caso en su acepción más tradicional.

## 5.2. Sistemas de pagos de activos

Pasando al sistema de pagos por el que se realizan las entregas de los activos negociados, su problemática presenta, dentro del mismo esquema conceptual que el dinero, algunos rasgos distintivos (47). Derivan, en primer lugar, de la separación entre los emisores de los activos y los sistemas de pagos, que hace imposible la existencia de una figura que represente un papel de prestamista en última instancia, análogo al del banco central en los sistemas de pagos de dinero con firmeza. En segundo lugar, cuanto mayor es la variedad de activos más difícil resulta que el sistema de pagos o el de compensación pueda contar con una cartera propia capaz de garantizar, mediante su préstamo, que la liquidación se produzca.

Esto obliga a que, para la prevención del riesgo de sistema, existan procedimientos especiales, varias veces mencionados con anterioridad, de los que el más adecuado es que la cámara de compensación aporte firmeza entregando al comprador, en caso de incumplimiento, activos tomados en préstamo (48). Para ello, los poseedores o gestores de carteras de inversión de los activos negociados comunican a la cámara la relación de activos, suyos o de sus clientes, que están dispuestos a prestar y a qué precio. Ante un incumplimiento, la cámara de compensación selecciona, con criterios de precio, volumen y tiempo de espera, qué activos va a tomar en préstamo de disponibilidad inmediata, con el fin de entregarlos para que la liquidación sea posible. Estos préstamos, cuya existencia des-

conoce el comprador que recibe los activos, suelen ser a plazo fijo, a tipo de interés penal, y contar con la garantía del precio pagado al comprador, cuyo importe retiene la cámara (49). Además, dado que su finalidad exclusiva es solventar problemas de liquidación en sentido estricto, suelen ir acompañados de comprobaciones de que no se ha operado incurriendo voluntariamente en descubierto por contratación (50).

Como segunda alternativa, cabe que el sistema de compensación compre en el mercado los activos necesarios para que la liquidación se produzca. Sin embargo, aunque esta opción permite la liquidación de los restantes saldos resultantes de la compensación multilateral, normalmente implica retrasos en la liquidación; por ello, sólo se utiliza cuando no existe disponibilidad de activos prestables o cuando los préstamos de valores están cercanos al vencimiento sin que el incumplidor haya aportado los activos necesarios para su amortización.

En cualquier caso, la ausencia de un prestamista de activos en última instancia hace imposible que el sistema de pagos de los activos negociados pueda alcanzar niveles de firmeza comparables al sistema de pagos de dinero, donde no cabe la posibilidad de que el mercado presente una iliquidez absoluta por la existencia del banco central. Por tanto, por este lado, siempre queda abierta la posibilidad de que se materialice el riesgo del sistema.

### 5.3. Relación entre sistemas de pagos

Queda por tratar, en primer lugar, la relación que debe existir entre los sistemas de pagos de dinero y de activos, con el fin de hacer posible el principio «entrega contra pago». Es evidente que el problema no existe si los dos sistemas están dotados de firmeza, ya que, en este caso, la recepción de la contraprestación está garantizada. Sin embargo, como se ha visto, no cabe la firmeza absoluta de las órdenes de entrega de los activos negociados.

En ausencia de esta doble firmeza cobra importancia la coordinación entre los dos sistemas de pagos, que lógicamente resulta más fácil si ambos tienen un mismo órgano rector (51). Suceda así o no, dada la mayor flexibilidad del sistema de pagos del dinero, lo habitual es buscar, en primer lugar, que puedan realizarse el máximo de liquidaciones del activo negociado y, posteriormente, abordar las liquidaciones de dinero. Exista o no firmeza para las instrucciones de pago relativas a dinero, es en este ámbito donde normalmente deben solucionarse las incidencias (52).

En segundo lugar, relacionado con lo anterior, hay que recordar que, si se han producido problemas que impiden total o parcialmente la liquidación de un determinado mercado, su transmisión a otros sistemas de compensación o a otros mercados se realiza a través del dinero. Por tanto, aunque el colapso de un determinado mercado sea total, siempre cabe la posibilidad de aislarlo, a condición de que se aporte el dinero no recibido en dicho mercado y cuya entrega está comprometida en otro. En definitiva, también por esta vía, la prevención del riesgo de sistema puede exigir la actuación del banco central como prestamista en última, lo que pone de manifiesto, una vez más, su profunda implicación con los sistemas de pagos.

Finalmente, quedan por tratar las relaciones entre los sistemas de pagos, no ya de dinero y de activos, sino de diferentes países. Dado que este tema desborda el contenido de este trabajo, en relación a él únicamente se van a mencionar dos aspectos. El primero es la conveniencia de fortalecer una colaboración internacional estable al menos a nivel de bancos centrales, no sólo para remover los obstáculos que se oponen a la fluidez de los pagos transnacionales, sino también para vigilar en todo momento la probabilidad de que el riesgo de sistema llegue a materializarse, y establecer en consecuencia los procedimientos de prevención y solución correspondientes (53). El segundo, de indudable actualidad, es la necesidad de que, en el proceso de constitución del futuro banco central europeo, se regulen, con mayor precisión de la que, por razones históricas, suele existir a nivel nacional, sus competencias sobre los sistemas de pagos, tanto por ser una materia decisiva para el desarrollo de su actividad como porque, en definitiva, en la actuación del banco central residen los elementos claves para que el riesgo de sistema continúe siendo tan sólo una posibilidad.

### NOTAS

(\*) Agradezco a Susana Núñez y María Antonia Belío sus valiosos comentarios a borradores previos de este trabajo.

(1) De ahí que expresiones habituales, como «mercado de dinero» o «precio de dinero», no sean correctas en sentido estricto.

(2) Pese a que, en lo esencial, las cuestiones que aquí van a ser tratadas son comunes a todo tipo de mercados, que tengan carácter financiero aporta suficientes rasgos específicos como para justificar que, en adelante, únicamente se haga referencia a ellos.

(3) La disminución de otros costes está más directamente relacionada con el sistema de compensación-liquidación.

(4) Entre nosotros, un mercado de búsqueda directa es el de acciones de pequeñas sociedades anónimas que no cotizan

en bolsa, un mercado mixto de mediadores es el interbancario de depósitos, un mercado de intermediarios con doble capacidad es el de entidades gestoras de deuda anotada con sus clientes, y un mercado centralizado es el bursátil.

(5) La concentración en el espacio explica, por ejemplo, la tendencia a la integración de las bolsas; en el tiempo, la existencia de los corros bursátiles tradicionales o del mercado continuo, y en determinados activos, los requisitos de admisión a cotización bursátil.

(6) Todos los mercados secundarios organizados de valores reconocidos en España son mercados cerrados, tanto los oficiales (bolsas de valores y mercados de deuda pública en anotaciones) como los no oficiales (actualmente, mercado de futuros financieros regido por MEFFSA, mercado de opciones financieras regido por MOFEX y mercado mayorista de renta fija privada regido por AIAF). Está próximo a aparecer el real decreto regulador de los mercados de futuros y opciones, que les concede carácter oficial.

(7) La primera recomendación del Grupo de los Treinta para los mercados de valores es que, en 1990, esta comprobación (*comparison*) debe estar ultimada, como tarde, el día siguiente a la contratación.

(8) Así sucede, por ejemplo, en el mercado organizado de futuros financieros regido por MEFFSA. Lógicamente, los miembros negociadores que no son liquidadores cumplen los compromisos derivados de su negociación a través de éstos.

(9) Ejemplo del primer caso es la actuación del Banco de España en el mercado de deuda del Estado anotada; del segundo es el diseño de los mercados bursátiles españoles en la Ley 24/1988, del mercado de valores, en el que el sistema de cotización-contratación está a cargo de una sociedad rectora, para cada bolsa, o de la sociedad de bolsas, para el sistema de interconexión bursátil, mientras que el sistema de compensación-liquidación está a cargo de otra sociedad anónima, denominada Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, con diferente composición accionarial.

(10) En pocas ocasiones es esto posible; por ejemplo, seleccionando la solvencia de los emisores de los activos financieros adquiridos, disminuye la probabilidad de que aquéllos quiebren, con lo que es menor el riesgo de crédito que soporta una cartera. La mayoría de las veces no es posible; por ejemplo, normalmente el poseedor de una cartera de activos financieros no puede incidir sobre la probabilidad de que se modifique el nivel o estructura de los tipos de interés, por lo que no puede disminuir su riesgo de tipo de interés por esta vía.

(11) Por ejemplo, si el inversor citado en la nota anterior teme una elevación de los tipos de interés que disminuya el valor de su cartera puede cubrirse vendiéndola a plazo.

(12) Es el caso, por ejemplo, de cuando se cubre el riesgo de crédito en operaciones de financiación de exportaciones, suscribiendo una póliza en compañías de seguros especializadas.

(13) Así sucede, por ejemplo, cuando se atenúan las posibles repercusiones del riesgo de crédito concediendo un préstamo garantizado por la pignoración de valores públicos.

(14) En el período de tiempo en el que este riesgo está vigente pueden existir dos subperíodos, que obedecen a motivaciones diferentes. El primero es voluntario y se origina si ambas partes acuerdan retrasar la liquidación de la operación, como sucede en las operaciones a plazo. El segundo es obligatorio, ya que comprende el mínimo de tiempo necesario para que la liquidación puedan producirse. A este segundo subperío-

do se refiere el riesgo de liquidación en sentido estricto, asociado a la eficacia de la organización del sistema de compensación-liquidación.

(15) El descubierto por contratación puede ser inicial o sobrenvenido; en este último caso si, tras haber contratado la entrega de algo disponible, se pierde posteriormente esta disponibilidad.

(16) Lógicamente, quien incurre en un descubierto por contratación cuenta con poder realizar con beneficio otra operación cuya liquidación, previa o simultánea con la de la operación inicial, le permita atender sus compromisos. Con los supuestos de partida, las causas que pueden impedir la realización de esta segunda operación y dar lugar a la materialización del riesgo de liquidación son tres. En primer lugar que, por haber operado en descubierto por error, ni siquiera se intente realizarla. En segundo lugar, que quien intenta solucionar el descubierto, no pueda hacerlo por sus problemas de liquidez o solvencia. En tercer lugar, que el mercado al que pretende recurrir presente una solución de absoluta iliquidez.

(17) En este sentido, con todo lo demás constante y dada la mayor fungibilidad del dinero, existe una probabilidad más alta de que se materialice el riesgo de liquidación si se ha producido una venta en descubierto (sin contratación previa del activo) que una compra en descubierto (sin contratación previa del dinero).

(18) En la denominada liquidación por diferencias sólo existe una única transferencia de efectivo a favor de quien haya resultado favorecido por la evolución del precio de mercado del activo negociado entre el momento de la contratación y el de la liquidación, es decir, a favor del comprador, si dicho precio ha subido, o a favor del vendedor, si ha bajado.

(19) Por tanto, el importe del crédito del vendedor es fijo, mientras que el del comprador puede variar en el tiempo.

(20) Como es sabido, el riesgo de mercado depende de dos clases de contingencias: *a)* objetivas, tales como variaciones de los tipos de interés, tipos de cambio, etc., que dan lugar, respectivamente, al riesgo de tipo de interés, de tipo de cambio, etc.; *b)* subjetivas, relacionadas con la solvencia del emisor y que incluyen su capacidad de remunerar el activo, que dan lugar al riesgo de crédito.

(21) Lógicamente, la forma de lograr que el importe de ambos créditos mantenga su igualdad inicial es ir corrigiendo los desajustes que se vayan produciendo, mediante liquidaciones provisionales a cuenta de la definitiva, tema que se trata más adelante.

(22) Esta es la quinta recomendación del Grupo de los Treinta.

(23) La posibilidad de exigir saldo previo para liquidar las operaciones se trata más adelante.

(24) En relación a los activos negociados, no al dinero, así sucede, por ejemplo, en las compras con pacto de reventa (adquisiciones temporales) relativas a deuda anotada, en las que el sistema informático del Banco de España impide que los valores así adquiridos puedan ser vendidos en operaciones simples o en ventas cuyo pacto de recompra tenga fecha posterior a la de la reventa de la operación inicial. Estas restricciones no existen, sin embargo, para las operaciones simultáneas, por lo que éstas incorporan el mayor riesgo derivado de un descubierto por contratación sobrenvenido.

(25) Precisamente estas ventajas son uno de los factores que explican la existencia de mercados derivados: plazo, futuros, opciones, etcétera.

(26) Entre nosotros, el proceso de desmaterialización de los activos negociados parte del título-valor tradicional, pasa por el sistema de fungibilidad del Decreto 1128/1974, sobre liquidación y compensación de operaciones bursátiles, hasta llegar, tras el precedente de los pagarés del Tesoro, a las anotaciones en cuenta, primero de deuda del Estado, con el Real Decreto 505/1987, y luego de todo tipo de valores con la Ley 24/1988, todavía pendiente de desarrollo reglamentario en este aspecto. La máxima efectividad de un sistema basado en anotaciones en cuenta se logra con la existencia de una central registradora única, que puede estar organizada en varios escalones. A ello se refiere la tercera recomendación del Grupo de los Treinta.

(27) Es decir, si el precio de mercado del activo negociado disminuye, la transferencia es a favor del vendedor, y si aumenta, es a favor del comprador.

(28) Por ejemplo, en nuestras bolsas los valores al portador negociados durante una semana se liquidan teóricamente el viernes de la semana siguiente, con lo que, en el mejor de los casos, el período de liquidación dura entre cinco y nueve días hábiles.

(29) Este segundo procedimiento es, lógicamente, el recomendado por el Grupo de los Treinta. Entre nosotros, en el mercado secundario de deuda anotada entre titulares de cuenta, las operaciones al contado pueden liquidarse el mismo día que se contratan.

(30) Por ejemplo, en los euromercados una fecha normalizada es el tercer miércoles de cada mes.

(31) En ello se basa la cuarta recomendación del Grupo de los Treinta.

(32) Por ejemplo, en el mercado interbancario de depósito, el Banco de España netea las liquidaciones de dinero, pero no las de depósitos, que quedan registradas por su importe bruto por no ser fungibles entre sí.

(33) Lógicamente, si existe novación, las relaciones crediticias entre comprador y vendedor quedan sustituidas por las resultantes de la compensación.

(34) Tampoco puede menospreciarse la repercusión en el riesgo de sistema de la fragilidad de los soportes tecnológicos necesarios para las formas más avanzadas de organización del sistema de compensación-liquidación.

(35) Lo demuestra que existan mercados autorregulados que, sin necesidad de intervención pública, tienen prevista su prevención.

(36) Evidentemente, el cheque bancario se utiliza también para transformar dinero bancario en dinero legal cuando es presentado por ventanilla.

(37) Sin considerar las relaciones bilaterales de correspondencia, una forma primaria de organización de esta red, tendente a ahorrar costes de circulación, son las cámaras de compensación tradicionales, en las que sus miembros se intercambian físicamente instrumentos de pago y liquidan los saldos netos de dinero resultantes de dicho intercambio. Procedimientos más evolucionados, como el truncamiento, permiten separar los instrumentos de pago y las instrucciones que incorporan, haciendo posible la transmisión electrónica de éstas.

(38) Así funciona el FEDWIRE norteamericano.

(39) Sólo con firmeza en los pagos pueden surgir los denominados descubiertos intradía, fruto de atender instantánea-

mente instrucciones de pago sin contar con suficiente saldo previo. Lógicamente, estos descubiertos intradía pueden, bien transformarse en definitivos, si no son solucionados antes del final del día, o bien pueden desaparecer si, mientras el sistema de pagos permanece activo, se abonan instrucciones de pago de suficiente cuantía a favor de la cuenta en descubierto. En este caso, el sistema de pagos habrá concedido financiación y soportado los correspondientes riesgos, durante cierto período de tiempo, aunque esta financiación haya sido gratuita y nunca llegue a figurar en ningún balance, dado que éstos suelen recoger datos correspondientes al final de cada día.

(40) Es el caso del SIC suizo.

(41) Así funciona el Servicio Telefónico del Mercado de Dinero (STMD) del Banco de España. Dada su función registral, anota provisionalmente en cada cuenta de tesorería todas las instrucciones de pago que le afectan; al final del día, las compensa y únicamente las liquida si, en ese momento, hay saldo suficiente para ello. La provisionalidad citada impide que, en este caso, haya descubiertos intradía.

(42) De este criterio básico deriva lógicamente otro criterio secundario: siempre que sea posible, el sistema de pagos debe procurar atender prioritariamente instrucciones de pago procedentes de sistemas de compensación, cuyo rechazo impediría la liquidación de todo el correspondiente mercado. El STMD utiliza esta discrecionalidad, derivada de que todas las instrucciones de pago provisionalmente anotadas tienen la misma fecha valor, con independencia de cuál haya sido su orden de entrada.

(43) Entre otras ventajas, esto facilita la contratación ciega, es decir, sin conocer el miembro que ofrece contrapartida. Así sucede, por ejemplo, con la cámara de compensación del mercado de futuros financieros organizado por MEFFSA, que actúa como contrapartida de todos los contratos negociados.

(44) Por ejemplo, MEFFSA, con independencia de la función citada en la nota anterior, aporta firmeza a las instrucciones de pago que vierte al STMD mediante un acuerdo suscrito con un banco privado, que inmediatamente aporta los fondos necesarios para evitar cualquier incumplimiento en el sistema de pagos.

(45) Entre nosotros, es el caso de ESPACLEAR, sistema de compensación del mercado mayorista de renta fija privada organizado por AIAF.

(46) Conviene recordar que toda esta serie de medidas está encaminada única y exclusivamente a aportar firmeza a las instrucciones de pago emanadas del sistema de compensación, para lograr que la liquidación se lleve a cabo y evitar el riesgo de sistema. Por tanto, no prejuzga cuál vaya a ser el reparto final de las pérdidas que la aportación de firmeza pueda ocasionar. En este reparto final, siempre que el sistema de contratación permita seleccionar la contrapartida, conviene establecer procedimientos que penalicen a los miembros con contratación más frecuente e importante con el fallido.

(47) Todo ello sin contar con los problemas específicos que se plantean en el caso de que la desmaterialización de los activos no sea total, es decir, si las anotaciones en cuenta no son la única representación de los activos.

(48) Esta la octava recomendación del Grupo de los Treinta.

(49) El importe de esta garantía suele actualizarse ante variaciones del precio de mercado de los activos.

(50) A estas líneas básicas responde el procedimiento en preparación para las bolsas españolas.

(51) Así sucede, como se ha dicho, con el STMD del Banco de España, en relación al mercado secundario de deuda anotada entre titulares de cuentas.

(52) Si, ante posibles incumplimientos en los pagos de dinero, se volviera automáticamente a replantear la compensación de los activos, se estarían sentando las bases para que el riesgo de sistema llegara a materializarse.

(53) En condiciones excepcionales, como el *crack* bursátil de octubre de 1987, esta colaboración ha existido de forma satisfactoria.

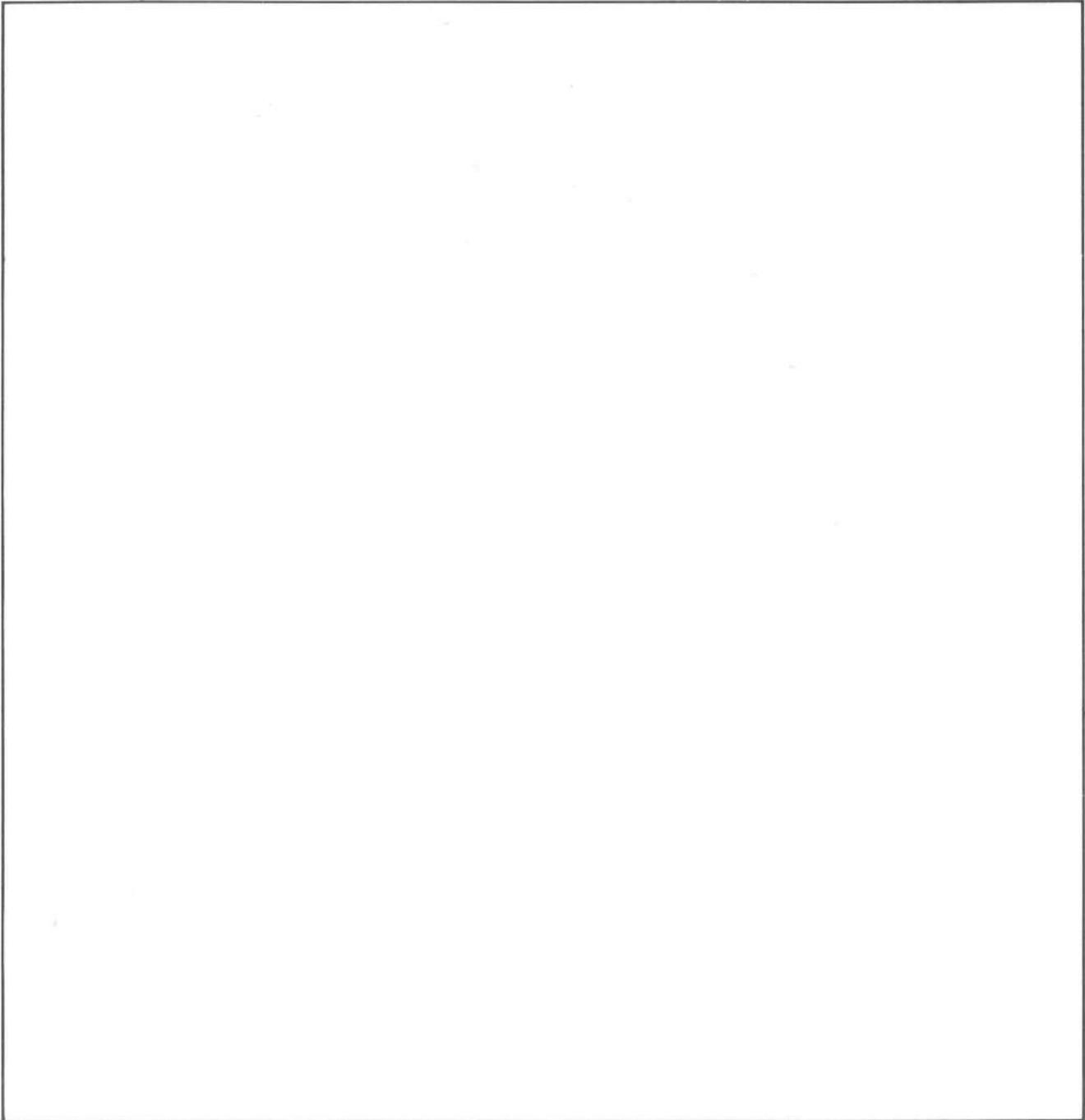
## BIBLIOGRAFIA

- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (1987), *Report on netting schemes*. Basilea.
- BELTON, Terrence M. (1987), «Daylight overdrafts and payments system risk», *Federal Reserve Bulletin*, noviembre, págs. 839-852.
- BRIMMER, Andrew F. (1989), «Distinguished lecture of economics in government: central banking and systemic risks in capital markets», *The journal of economic perspectives*, primavera, págs. 3-16.
- FOLKERTS-LANDAU, David (1990), «Systemic financial risk in payment systems», *IMF working paper*, julio.
- FREEDMAN, Charles (1989), «Regulatory, monetary and legal issues of evolving clearing and payments systems», *Bank of Canada Review*, agosto, págs. 3-12.
- GARBADE, Kenneth D.; SILBER, William L. (1979), «Structural organization of secondary markets: clearing frequency, dealer activity and liquidity risk», *The journal of finance*, junio, págs. 577-593.
- GARBADE, Kenneth D. (1982), *Securities markets*, MacGraw-Hill, Nueva York.
- GILBERT, R. Alton (1989), «Payments system risk: what is it and what will happen if we try to reduce it?», *Review of Federal Reserve Bank of St. Louis*, enero-febrero, págs. 3-17.
- GROUP OF THIRTY (1989), *Clearance and settlement systems in the world's securities markets*, Nueva York.
- (1991), *Clearance and settlement systems status reports: year-end 1990*, Washington.
- MARQUARDT, Jeffrey C. (1987), *Financial market supervision: some conceptual issues*, Bank for International Settlements, Basilea.
- MENGLE, David L.; HUMPHREY, David B.; SUMMERS, Bruce J. (1987), «Intraday credit: risk, value, and pricing», *Economic Review*, Federal Bank of Richmond, enero-febrero, págs. 3-14.
- MOONEY, Charles W. (1991), «Transfer, pledge, clearance and settlement in the Japanese and United States governments securities markets», *Bank of Japan monetary and economic studies*, marzo, págs. 103-147.
- PAGANO, Marco; ROELL, Ailsa (1990), *Auction markets, dealership markets and execution risk*, London School of Economics, London.
- (1990), *Trading systems in european stock exchanges*, London School of Economics, London.
- PITHYACHARIYAKUL, Pipat (1987), «Exchange markets: a welfare comparison of market maker and walrasian systems», *The quarterly journal of Economics*, febrero, págs. 69-84.
- PRUTZMAN, Deborah S. (1989), «Payment system risk», *Issues in bank regulation*, verano, págs. 19-23.
- SUMMERS, Bruce J. (1991), «Clearing and payment system: the role of the central bank», *Federal Reserve Bulletin*, febrero, págs. 81-91.
- VITAL, Christian; MENGLE, David L. (1988), «SIC: Switzerland's new electronic interbank payment system», *Economic review*, Federal Reserve Bank of Richmond, noviembre-diciembre, págs. 12-27.



---

# **DOCUMENTOS**





# INFORME DE LA COMISION MIXTA PARA EL ESTUDIO DE LOS PROBLEMAS DEL SISTEMA DE LIQUIDACION Y COMPENSACION DE LAS OPERACIONES EN BOLSA

## I. INTRODUCCION

El Decreto Ley 12/1973, de 30 de noviembre, en su artículo 24, autorizó al Gobierno para establecer, a propuesta del entonces Ministerio de Hacienda, un sistema de liquidación y compensación de operaciones en bolsa y de depósitos de valores mobiliarios, con la doble finalidad de facilitar la contratación bursátil y favorecer el acceso a la propiedad mobiliaria.

El Gobierno, haciendo uso de aquella autorización, por Decreto 1.128/1974 de 25 de abril, a propuesta del Ministerio de Hacienda, fijó las bases para el régimen y establecimiento del sistema ordenado, recogiendo la experiencia de otros países y sentando los principios cardinales del mismo. El mencionado Decreto fue desarrollado, conforme a lo que establecía en su artículo 14, por la Orden del Ministerio de Hacienda de 20 de mayo de 1974, reglamentando de esta forma el sistema.

Su entrada en vigor, al permitir que la ejecución de las operaciones se efectuara sin necesidad de individualizar los títulos objeto de la transacción y sin realizar su entrega material en la liquidación, proporcionó un instrumento que, además de simplificar notablemente los procesos administrativos de liquidación, permite evitar la incertidumbre que se cierne sobre la fecha de liquidación en los valores no incluidos en el sistema y sus consecuencias sobre el proceso de formación de los precios.

Para atender a las necesidades de la liquidación de las operaciones que tuviesen por objeto títulos incluidos en el sistema, se crearon en las Bolsas los respectivos Servicios de Liquidación y Compensación. Para el buen funcionamiento del sistema y la coordinación de los citados Servicios se creó el Servicio de Coordinación.

Con fecha 19 de noviembre de 1985, el Ministerio de Economía y Hacienda, encomienda, a través de una Orden Ministerial, a la Comisión Mixta regulada por la Orden de 20 de mayo de 1974, cuya composición se modifica por la primeramente citada, la elevación al Ministerio de un informe sobre «los problemas y posibles soluciones del sistema, teniendo en cuenta tanto los problemas actuales del sistema como su adaptación a los cambios que previsiblemente experimente el mercado de valores en el futuro próximo».

Del análisis efectuado por la Comisión Mixta y la Comisión Técnica formada en el seno de la misma, se desprende que el sistema diseñado a partir del Decreto de 25 de abril de 1974 se ha revelado como un instrumento eficaz para la consecución de los fines propuestos por dicho Decreto y que ha tenido funcionamiento básicamente satisfactorio.

Ello no obsta para que, tanto por razón de la experiencia obtenida en el período que ha mediado desde la implantación del sistema como por razón de las variaciones de las circunstancias, especialmente por el desarrollo que ha tenido el mercado español de valores, el aumento de la inversión extranjera y el proceso de incorporación a la Comunidad Económica Europea, sea conveniente introducir en el sistema, aunque respetando sus principios inspiradores, determinadas modificaciones que agilicen y simplifiquen su funcionamiento y, en definitiva, lo hagan más eficaz.

A la luz de lo expuesto en el párrafo anterior, la Comisión Mixta, tomando como precedentes el informe que la anterior Comisión elevó al Ministerio el 6 de marzo de 1980, el informe de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores y la situación actual del sistema, entendieron, de forma unánime, en su primera reunión, que la mejora del sistema se concreta en los siguientes puntos:

a) Alcanzar la *universalidad* del sistema por la desaparición de las trabas legales o prácticas actualmente existente para que, manteniéndose el principio de voluntariedad, en el sistema de fungibilidad se incluyan el mayor número de títulos y entes.

b) Alcanzar la práctica *inmovilización* de los títulos valores, limitando sus movimientos a las exclusiones preceptivas o voluntarias, por cuanto la misma redundará en la eficiencia de los procesos de compensación; abaratará los gastos; clarificará el ejercicio de derechos, tanto políticos como económicos, facilitando las relaciones con las emisoras y contribuirá al mismo tiempo a reforzar la garantías, por la seguridad del sistema.

c) Disminuir los plazos de *liquidación* de las operaciones.

## II. PROBLEMAS ACTUALES

### a) *Universalidad*

Las principales dificultades de orden legal o práctico para la incorporación al sistema de fungibilidad, respetando el principio de la voluntariedad del sistema, de un mayor número de títulos o entes, se concretan en:

1. El Banco de España, las entidades oficiales de crédito y las cooperativas de crédito, por cuanto la normativa legal vigente no las contempla como miembros de pleno derecho.

Para la solución satisfactoria del problema bastaría modificar los artículos 3.º a 7.º de la Orden Ministerial de 20 de mayo de 1974, así como el artículo 2.º 2. del Decreto de 25 de abril de 1974.

2. Los títulos nominativos, que contemplada su inclusión en el ordenamiento legal vigente, cuestiones de orden práctico han impedido que dichos títulos se incorporen en la realidad al sistema de fungibilidad.

En la actualidad, las operaciones sobre este tipo de valores suponen una parte muy importante de las transacciones bursátiles. La no inclusión en el sistema de

estos títulos hace que su liquidación se realice con muy poca agilidad, siendo sus plazos de liquidación, por término medio, tres o cuatro veces superiores al plazo medio de los incluidos en el sistema, ello debido no sólo a la obligación de trasladar continuamente las numeraciones a múltiples documentos, sino a la necesidad de expedir nuevos extractos de inscripción.

Resulta, pues, totalmente necesario implantar un procedimiento que permita al emisor disponer puntualmente de la información necesaria para llevar correctamente el registro de accionistas, toda vez que la desaparición física de los extractos de inscripción nominativa a favor del accionista aconseja extremar el control de la inscripción y las transmisiones de propiedad y haga desaparecer los obstáculos de orden práctico que han impedido la inclusión de los títulos nominativos en el sistema de fungibilidad.

En relación con los títulos nominativos, se considera asimismo necesario la modificación del artículo 3.º 1. del Decreto Ley 1.128/1974 de 25 de abril, que establece que «para la aplicación del sistema a los títulos nominativos será preciso el previo consentimiento de la emisora».

3. Los títulos sometidos a pignoración, retención, traba o embargo por la autoridad judicial o administrativa competente, o los afectados por otras situaciones jurídicas especiales, cuya no incorporación efectiva al sistema responde a los informes emitidos en su día por los servicios o asesorías jurídicas de las entidades depositarias en el sentido de que el ordenamiento legal entonces vigente no amparaba con suficientes garantías su inclusión.

La Comisión, entendiéndolo que desde la emisión de alguno de ellos había variado el ordenamiento jurídico, acordó volver a solicitar nuevos informes.

Emitidos éstos, todos ellos concluyen, a excepción del de los Servicios Jurídicos del Banco de España, que el ordenamiento jurídico vigente y el desarrollo actual del sistema de fungibilidad posibilitan la inclusión de los títulos sometidos a pignoración, retención, traba o embargo.

En consecuencia, con la salvedad del voto particular del Banco de España, debidamente explicado en el anexo a este informe, la Comisión entiende que en estos momentos no existe razón alguna para que las entidades adheridas no incorporen al sistema de fungibilidad los títulos sometidos a pignoración, retención, traba o embargo.

#### b) *Inmovilización de títulos*

Entre los principios inspiradores de la creación del sistema se encuentra el de la limitación funcional de las numeraciones de los títulos y, por tanto, la tendencia a una progresiva inmovilización de los mismos, por la gran utilidad que conlleva al permitir a todas las entidades adheridas la realización de operaciones sin la obligada entrega material de los títulos.

No obstante, no ha sido posible alcanzar la inmovilización total de los títulos en el sistema debido a las siguientes limitaciones legales:

1. El principio de voluntariedad, consagrado por el propio sistema, en la inclusión de los títulos por parte de los titulares de los depósitos.

2. La libertad de elección por parte del titular del depósito de la entidad adherida para la constitución del depósito especial.

3. La regulación actual de la cancelación mensual de saldos.

4. Los supuestos contemplados en los artículos 42 y 43 de la Orden Ministerial de 20 de mayo de 1974, sobre causas de exclusión de títulos incluidos en el sistema.

Además de las causas jurídicas ya reseñadas pueden existir otros supuestos que condicionen la inmovilización total: las fusiones de sociedades, los casos de quiebra de una entidad adherida, etcétera.

Por todo ello, la Comisión entiende que aunque la inmovilización total de los títulos sea un objetivo técnico deseable, su logro no es posible, salvo que se conculcaran derechos individuales básicos, reconocidos constitucionalmente y, en consecuencia, considera como objetivo alternativo la inmovilización funcional de los títulos dentro del sistema, que, junto con la extensión del principio de limitación funcional de la numeración a la justificación de operaciones financieras, permitirá obtener el mayor número de utilidades posibles: evitando de una parte las tareas laboriosas que la cancelación actual de saldos origina, las posibles fuentes de errores y obteniendo una reducción importante de costes operativos de los miembros del sistema y de las emisoras. Igualmente, con ello se mejorarían los plazos actuales de cuadro de las ampliaciones de capital, reduciendo indirectamente los plazos que median entre la emisión y la admisión a cotización de los títulos de nueva emisión.

La Comisión entiende que, para conseguir el objetivo de la inmovilización funcional de los títulos dentro del sistema, es preciso:

a) Inmovilizar los títulos en los miembros del sistema, mediante la supresión de la cancelación regular y periódica de saldos. Para ello bastaría la modificación del punto 5 del artículo 6.º del Decreto 1.128/1974 y el artículo 38 de la Orden Ministerial de 20 de mayo de 1974.

b) La reorganización del actual Servicio de Coordinación, de forma que permita la utilización del fichero nacional de numeraciones, junto con los saldos de las cuentas como medio de justificación de las operaciones financieras por parte de los miembros del sistema ante las emisoras.

Igualmente, la Comisión entiende que en una fase posterior sería conveniente el ir facilitando el canje de los títulos unitarios hoy día existentes por macro-títulos, para conseguir reducir los espacios físicos actuales dedicados a la custodia de los títulos, siguiendo con ello

las mismas pautas y etapas que las ya realizadas en algunos sistemas de depósito de otros mercados europeos.

### c) *Plazos de liquidación de operaciones*

Una de las grandes ventajas del sistema de fungibilidad ha consistido y consiste, sin duda, en la mejora de los plazos de liquidación de las operaciones realizadas sobre títulos incluidos en él.

De aquí la necesidad imperiosa de la inclusión de los títulos nominativos al sistema que permita una igualdad de sus plazos de liquidación con los de los valores al portador. Esta necesidad ya ha sido recogida por la Comisión en su análisis sobre la universalidad del sistema.

Entre las alternativas contempladas sobre qué principio básico sería el más conveniente aplicar para la liquidación de las operaciones bursátiles se han considerado la liquidación diaria, consistente en liquidar una operación a los siete días naturales de su contratación, *five business day*, usual en los mercados americanos, o la liquidación por períodos contables, usual en los mercados europeos. La Comisión recomienda que, conforme a nuestro entorno geográfico próximo, tanto político como económico, se mantenga el principio ya existente en el sistema de la liquidación por períodos contables.

Además, ha examinado a continuación las posibilidades de reducción de los plazos que median entre el fin del período contable y el día de la liquidación efectiva, situado actualmente en siete días, con los siguientes resultados:

Cualquier mejora significativa de este plazo (dos o tres días) lleva consigo los siguientes requisitos previos:

1. Que las cancelaciones y traspasos de depósito entre las entidades adheridas sean conformados en un plazo máximo de setenta y dos horas.
2. Que por el Banco de España se arbitren los medios para la valoración en el mismo día, sin coste, de las operaciones realizadas en sus sucursales situadas en plazas distintas.
3. Que se automaticen en la mayor medida posible por parte de las bolsas, entidades de crédito e intermediarios financieros, los sistemas de recogida, canalización y distribución de órdenes, junto con la confirmación de operaciones.

Igualmente, la Comisión ha considerado la situación actual de la liquidación de las operaciones de inversión extranjera, y dada la importancia de la misma, y sus consecuencias beneficiosas para la economía española en general y para el mercado de capitales en particular, considera que la liquidación de estas operaciones debe realizarse en los mismos plazos y condiciones que cualquier operación bursátil entre residentes.

Entre las principales causas que originan la demora en la liquidación bursátil de las operaciones de inversión extranjera están las relacionadas con la domiciliación de

los expedientes globales de inversión, la movilidad de los depósitos y la canalización de fondos.

La adopción de medidas que conlleven a la agilización de los traspasos de depósito y expedientes globales de inversión, así como a un ajuste entre los plazos de recepción y envío de fondos, las fechas de valoración de los mismos y los plazos de la liquidación bursátil permitirá alcanzar el objetivo citado anteriormente.

Entre las medidas a adoptar, la Comisión considera que se encuentran la reestructuración ya mencionada del Servicio de Coordinación y la revisión y simplificación de la normativa vigente en materia de inversión extranjera, como mínimo en los aspectos ya destacados.

### III. PROPUESTAS

Examinados en el apartado anterior, con el suficiente detenimiento, los problemas que en opinión de la Comisión Mixta afectan hoy día al actual Sistema de Liquidación y Compensación de operaciones en bolsa y depósito de valores mobiliarios, la Comisión, en orden a la solución de los mismos, en un marco que agilice y simplifique su funcionamiento y considere los cambios que previsiblemente experimente el mercado de valores en un futuro próximo, de acuerdo con el mandato recibido, eleva las siguientes propuestas:

1.<sup>a</sup> El reconocimiento como entidades adheridas al sistema de: el Banco de España, las entidades oficiales de crédito y las cooperativas de crédito, mediante la modificación de los artículos 3.º al 7.º de la Orden Ministerial de 20 de mayo de 1974, así como del artículo 2.º 2. del Decreto de 25 de abril de 1974.

2.<sup>a</sup> La supresión del consentimiento previo de la sociedad emisora para la inclusión de los títulos nominativos en el sistema, mediante la modificación del artículo 3.º del Decreto de 25 de abril de 1974.

3.<sup>a</sup> La reorganización del actual Servicio de Coordinación, establecido en el artículo 2.º 7. del Decreto de 25 de abril de 1974 y en el artículo 20 de la Orden Ministerial de 20 de mayo de 1974, mediante la participación de las entidades de crédito depositarias en el mismo, por lo que pasaría a denominarse «Servicio de Coordinación de las Bolsas y las Entidades Depositarias».

Este nuevo Servicio de Coordinación permitirá conseguir los siguientes objetivos:

a) Incorporar efectivamente los títulos nominativos al sistema de fungibilidad para mejorar su liquidación, sin merma del control, puntual y eficaz, del registro de accionistas por parte de la emisora.

b) Inmovilizar los títulos en los miembros del sistema, con la consiguiente supresión de una tarea compleja, costosa y laboriosa como es la cancelación de saldos.

c) Justificar, mediante certificado expedido por el Servicio de Coordinación, el ejercicio de los derechos económicos y políticos de los miembros del sistema en base a las posiciones de los mismos en el referido Ser-

vicio de Coordinación, lo cual eliminaría los problemas con que en ocasiones se enfrentan las entidades emisoras.

d) Extender el uso del macro-título en sustitución de los títulos unitarios.

e) Facilitar la inversión extranjera.

Para lograr estos objetivos, se considera que el nuevo Servicio debe tener personalidad jurídica, para lo cual se propone su configuración como Sociedad Anónima.

Este nuevo Servicio de Coordinación tendrá las siguientes funciones, que deberán reflejarse en su objeto social, sin perjuicio de las facultades que la normativa vigente atribuye a los Servicios de Liquidación y Compensación bursátil de las respectivas Juntas Sindicales (incluido la creación, actualización y verificación de referencias técnicas):

a) Llevar el fichero nacional de numeraciones y las respectivas cuentas de títulos de los miembros del sistema. (Los representantes del Consejo Superior Bancario, de la Bolsa de Madrid y del Banco de España entienden que además debería llevar el fichero de referencias técnicas.)

b) Mantener, actualizar y controlar dicho fichero, así como las cuentas de valores y auxiliares de los miembros del sistema.

c) Informar a los miembros del sistema acerca de los movimientos y saldos de las cuentas de valores y auxiliares.

d) Emitir certificados acreditativos de los saldos de cuentas que justifiquen el ejercicio de los derechos económicos y políticos derivados de los títulos incluidos en el sistema por los miembros del mismo ante las emisoras.

e) Emitir listado de numeraciones para los miembros del sistema y en determinados casos a nivel global para las emisoras.

f) Difundir las normas y calendarios para la realización de las operaciones financieras.

g) Intercambiar información de operaciones con las bolsas y emisoras de títulos nominativos.

h) Coordinar los aspectos relativos a la inclusión de valores en el sistema.

i) Intercambiar la información de operaciones con sistemas de depósito de otros países, y mantener las relaciones que se deriven con los mismos en razón a dicha actividad.

La participación en el capital de la Sociedad Anónima deberá ser de un 50 por 100 para los Colegios Oficiales de Agentes de Cambio y Bolsa de Barcelona, Bilbao, Madrid y Valencia, y otro 50 por 100 para las entidades depositarias, bancos y cajas de ahorros. (La representación de la Bolsa de Barcelona, no estando de acuerdo con esta petición, emite un voto particular que se incluye en el anexo.)

Respecto a la participación de cada uno de los Colegios Oficiales de Agentes de Cambio y Bolsa en el capital de la sociedad que les corresponda, se presentaron dos propuestas, una por el Consejo Superior Bancario, en el sentido de que la participación de los Colegios debería ser proporcional a los coeficientes actuales de participación en los gastos del actual Servicio de Coordinación, y otra de la Bolsa de Barcelona, en la que se propugnaba se mantuviese la participación en la misma proporción que se ostenta en el actual Servicio de Coordinación; es decir, por partes iguales las cuatro Bolsas.

No existiendo unanimidad sobre ninguna de ellas, y sometidas ambas a votación, se dio el siguiente resultado:

A la propuesta del Consejo Superior Bancario se adhirió la Bolsa de Madrid y el Banco de España.

A la propuesta de la Bolsa de Barcelona, las Bolsas de Bilbao y Valencia.

Produciéndose la abstención del representante de Hidroeléctrica.

La participación de bancos y de cajas de ahorros deberá ser proporcional al respectivo volumen de depósitos de valores incluidos en el sistema más los depósitos de acciones nominativas que, por ser susceptibles de inclusión en el sistema, declaren las entidades, certificando la cifra total de tales depósitos en el momento de constitución de dicha sociedad.

Los estatutos sociales deberán establecer las cláusulas restrictivas de la transmisibilidad de las acciones acorde con la especial naturaleza de esta sociedad.

Los representantes de las Bolsas de Barcelona, Bilbao y Valencia consideran necesario que existan cláusulas de salvaguardia para los minoritarios del grupo Colegios, de forma que se requiera el acuerdo de tres de los cuatro Colegios, tanto a nivel de Consejo de la Sociedad, como a nivel de la Junta de la misma.

Entendiendo que la configuración como Sociedad Anónima es el mejor medio para la consecución de los objetivos arriba indicados, deberá cuidarse que los precios que cargue por la utilización de sus servicios no sea una barrera para la adhesión al sistema de aquellos miembros que no pudiendo ser accionistas de la Sociedad sí puedan adherirse al sistema de fungibilidad en virtud de la normativa legal vigente.

A estos efectos quedarán incorporados obligatoriamente al sistema con la condición de entidades adheridas todos los accionistas de la Sociedad, así como los Agentes de Cambio y Bolsa y los órganos rectores de las Bolsas Oficiales de Comercio, que como miembros ya notas del sistema son entidades adheridas de pleno derecho.

Para llevar a cabo esta propuesta se hace necesario proceder a la modificación de la actual normativa reguladora del nuevo sistema: Decreto de 25 de abril de 1974 y Orden Ministerial de 20 de mayo de 1974. En particular y como mínimo es preciso modificar los artículos 2, 3 y 6.5 y 6.7 del Decreto y los capítulos I, II y IV de la Orden Ministerial, así como aquellos aspectos de la normativa sobre inversiones extranjeras en Bolsa que la regulan.

# INFORME DEL GRUPO DE LOS TREINTA. SISTEMAS DE COMPENSACION Y LIQUIDACION EN LOS MERCADOS MUNDIALES DE VALORES

## RECOMENDACIONES

### INTRODUCCION

Este informe propone unas normas de compensación y liquidación que deberían ser establecidas y mantenidas por los mercados nacionales de valores para maximizar su eficiencia y reducir riesgos y costes.

Los riesgos fundamentales que acarrearán las deficiencias de los sistemas de compensación y liquidación de las transacciones de valores afectan tanto a los participantes en el mercado, individualmente considerados, como a los propios mercados en los que operan. Algunas de esas deficiencias son:

- la falta de sistemas compatibles de comprobación (también llamados de confirmación y cuadro) para las operaciones interiores e internacionales;
- la existencia, para los distintos mercados, de diferentes plazos de liquidación, que van desde la liquidación en el día a un plazo de varias semanas;
- la falta de sistemas de entrega contra pago (ECP), que deja en una situación de riesgo indebido a una u otra de las partes contratantes;
- la falta de garantías normalizadas; y
- la inexistencia, en muchos mercados, del procedimiento de anotación en cuenta para la liquidación de las transacciones de valores.

Este informe ofrece nueve recomendaciones para mitigar esos riesgos. Dicho en pocas palabras, se puede limitar el riesgo acortando el tiempo que media entre la contratación y la liquidación, promoviendo la provisión de garantías, y asegurando la simultaneidad de la entrega de los valores y su pago. La eficiencia se puede mejorar eliminando el movimiento de títulos físicos, alentando el uso de sistemas de compensación allí donde resulte oportuno, y normalizando los sistemas de comunicación y los calendarios de liquidación.

Todas las recomendaciones están pensadas para su aplicación para 1990 o 1992. En general, se ha señalado uno u otro horizonte temporal para cada recomendación con miras a conseguir rápidamente soluciones provisionales y a largo plazo para los problemas que obstaculizan las funciones posteriores a la contratación.

Las siete primeras recomendaciones se ordenan en una secuencia que va de la comprobación y cuadro de operaciones a su compensación y liquidación. Las recomendaciones octava y novena, añadidas a esa secuencia, se orientan a facilitar el proceso de liquidación. Las recomendaciones han sido formuladas por representantes de los principales mercados del mundo, que partici-

paron en la investigación y preparación de este informe, y cuentan con el respaldo unánime del Comité de Dirección.

Siguen a las recomendaciones cinco capítulos (\*), que tratan específicamente de los diversos elementos que componen los sistemas actuales de liquidación de las transacciones de valores en los distintos mercados del mundo: sistemas de comprobación, sistemas de compensación y liquidación, depósitos centrales de valores, normas comunes, y organización y gobierno. Estos documentos de trabajo fueron elaborados por el Comité de Trabajo como material de base para sus deliberaciones.

El Comité de Trabajo mantuvo estrechos contactos, mediante miembros comunes, con dos acreditadas organizaciones internacionales del mercado de valores —la *International Society of Securities Administrators* y el subcomité de liquidación de la *Fédération Internationale des Bourses de Valeurs*— para beneficiarse de su experiencia y calibrar las repercusiones internacionales de los planes y calendarios. El Comité estaba integrado por representantes de bancos y agencias de valores, así como de bolsas y entidades de liquidación.

#### Recomendación 1:

*Antes de 1990, todas las operaciones entre participantes directos en el mercado (esto es, agentes, sociedades de valores y otros miembros de la Bolsa) deberían ser comprobadas en un plazo D + 1.*

A juicio de los operadores, la falta de sistemas de cuadro rápidos, eficientes y rigurosos es uno de los componentes que introducen mayor riesgo en la tramitación de las transacciones de valores. Teniendo en cuenta los procedimientos que se siguen en distintos tipos de mercados, el cuadro de las operaciones debería producirse no más tarde del día siguiente a la fecha de contratación (D + 1). Todos los mercados deberían alcanzar este objetivo de cuadro en D + 1 antes de 1990.

Los sistemas de comprobación son, fundamentalmente, de dos tipos: el bilateral y el unilateral. La diferencia principal entre uno y otro consiste en que en el sistema bilateral ambas partes contratantes comunican los datos de la operación, mientras que en el sistema unilateral es sólo una de las partes la que proporciona esa información. (Sobre la comprobación unilateral, véase también la Recomendación 2.) El sistema bilateral suele ser gestionado por el propio mercado, y se aplica únicamente a los miembros de la organización, que suelen ser agencias o sociedades de valores. Ambas partes contratantes introducen directamente los datos de la operación en un sistema de cuadro central, que los comprueba. Si hay alguna discrepancia, se notifica a las partes. En muchos de esos sistemas, la operación puede seguir adelante hasta su liquidación, asumiendo los miembros una responsabilidad colectiva que garantiza que la operación ejecutada se liquide aunque haya incumplimiento por

(\*) De los cuales hemos recogido aquí sólo los dos primeros (Nota del Editor.)

parte de uno de ellos. El sistema de comprobación debe asegurar también que todas las operaciones que no cuadren sean devueltas prontamente para su resolución. La comprobación en D + 1 permite a las partes contratantes corregir la discrepancia o conflicto, de modo que minimice el riesgo para el sistema de liquidación y contribuya a que la propia liquidación se efectúe dentro del plazo.

El logro de estos objetivos requiere un sistema automatizado que cumpla las siguientes funciones básicas:

- Comunicación de los detalles de la operación a las contrapartes.
- Capacidad de cuadro de las operaciones.
- Capacidad de resolución de errores en las operaciones.
- Posibilidad de «cerrar» las operaciones que cuadren.

Para asegurar el cumplimiento de la norma D + 1, el sistema debe estar diseñado del tal manera que la comunicación de las operaciones a los participantes se efectúe en la noche de la fecha de contratación o en la mañana de D + 1, pero no más tarde de D + 1. Digamos, para mayor claridad, que D + 1, D + 2, etc., en ésta y las siguientes recomendaciones, se entiende referido al marco temporal del país donde haya de efectuarse la liquidación. Las operaciones que tengan su origen en otros países deberán ajustarse al marco temporal del país donde haya de efectuarse la liquidación, es decir, D será el día hábil inmediatamente siguiente en este país.

La entidad responsable del sistema de comprobación deberá supervisar la actuación de sus miembros. El incumplimiento debería ser severamente penalizado. Si un miembro no ha respondido en la fecha límite establecida, *podrá ser obligado a aceptar la operación tal y como ésta haya sido comunicada por la contraparte.*

La norma de comprobación en D + 1 permitirá acelerar el ciclo de la liquidación, y con ello reducir los riesgos de precio y de contrapartida que comportan las operaciones pendientes. (Para un tratamiento más extenso de los sistemas de comprobación, véase el capítulo uno de este informe.)

#### Recomendación 2:

*Antes de 1992, los participantes indirectos en el mercado (por ejemplo, los inversores institucionales, o cualesquiera partes contratantes que no sean sociedades de valores) deberían tener la condición de miembros de un sistema de comprobación de las operaciones que proporcione confirmación detallada de las mismas.*

La falta de un sistema uniforme y riguroso de confirmación de las operaciones entre inversores institucionales introduce otro elemento importante de riesgo e ineficiencia en la tramitación de las transacciones de valores. El no comprobar las operaciones en su momento oportuno puede acrecentar la proporción de fallos en la liquida-

ción, lo que, a su vez, hace aumentar el riesgo de mercado y el coste de la liquidación.

Existen sistemas de comprobación unilateral para aquellos inversores institucionales que no quieran, o no puedan legalmente, incorporarse a un sistema de comprobación bilateral vinculado al propio mercado. Puede ocurrir que esos inversores no quieran o no puedan participar en un régimen de riesgo compartido como el que suele acompañar a los sistemas de comprobación bilateral. Pero, de todos modos, necesitan tener acceso a un sistema de comprobación que los enlace con su agente en el mercado y su representante operativo (por ejemplo, un banco depositario). En este caso, el inversor institucional recibe una lista de las operaciones de las que es contraparte, y debe confirmarlas o impugnarlas en un plazo de tiempo estipulado.

Los sistemas de comprobación unilateral enlazan a los participantes indirectos con una entidad central de liquidación o de depósito de valores. Estos sistemas requieren una cierta infraestructura de comunicaciones que una a los participantes. El más eficiente exigirá un alto grado de automatización, con acceso directo y en tiempo real de los participantes a la información; por ejemplo, a datos de liquidación (para tomar posiciones) y de cuentas (para la gestión de efectivo). Hay otros sistemas que permiten comprobar las operaciones institucionales con rapidez. A los participantes de todos los mercados les incumbe asegurar que el sistema de comprobación utilizado justifique su coste. (En el capítulo uno de este informe se describen con más detalle algunos prototipos funcionales de sistemas de comprobación.)

Habrán de darse los incentivos adecuados para que los inversores institucionales se incorporen a uno de estos sistemas. Por ejemplo, la reglamentación del mercado puede prohibir que las sociedades de valores negocien con participantes indirectos en régimen de entrega contra pago (ECP), a menos que la contraparte sea miembro del sistema. Corresponde a cada mercado decidir cuál es el método más indicado para inducir a los participantes indirectos a integrarse en su sistema de comprobación.

#### Recomendación 3:

*Antes de 1992 debería funcionar en cada país un depósito central de valores plenamente desarrollado y eficaz, organizado y administrado de modo que alentase la mayor participación posible (directa e indirecta) del sector.*

Un depósito central de valores (DCV) tiene como principal función la inmovilización o desmaterialización de los valores, para garantizar la tramitación del grueso de las transacciones de valores en forma de anotaciones en cuenta. El depósito proporciona a los participantes un método eficiente y fiable para efectuar la liquidación de las operaciones con rapidez y seguridad.

Lo más importante del método de anotación en cuenta es que permite transferir de una cuenta a otra una deter-

minada cantidad de valores de la misma emisión mediante un simple adeudo o abono en los libros del DCV. La única condición de la transferencia es que en las cuentas que mantienen las partes respectivas con el DCV existan los saldos necesarios de valores y de efectivo.

El DCV puede estar facultado para la ejecución de transacciones, la custodia de valores y la gestión de otras operaciones e informaciones relacionadas con los valores en el momento de la liquidación o posteriormente; por ejemplo, operaciones de la sociedad emisora y tramitación de dividendos o intereses.

Aunque no es imprescindible, el DCV puede incluir en su misma estructura un sistema de pagos con cuentas de efectivo para sus miembros, o estar vinculado a un sistema de pagos externo. En el primer caso, el DCV tramita el pago de la operación mediante abono o adeudo en la cuenta de efectivo de la institución financiera afiliada, a la vez que gestiona la transmisión de los valores. Este proceso bilateral asegura que cada transacción de valores sea, en efecto, una operación de entrega contra pago, lo cual es un ingrediente clave para limitar el riesgo en el proceso de liquidación.

La liquidación de las transacciones de valores dentro de un DCV se puede efectuar por operaciones separadas o por compensación, según sea la escala de volúmenes de cada mercado y sus participantes. (La compensación es objeto de la Recomendación 4, y se analiza con más detalle en el capítulo dos, sistemas de compensación y liquidación.)

En teoría, los DCV deberían contener todas las emisiones fungibles de sus mercados. En la práctica, deberían aceptar el mayor número posible de emisiones de valores negociados en el país, tanto valores al portador como nominativos, y ya se trate de acciones o de instrumentos de deuda, *warrants*, instrumentos del mercado de dinero o cualquier otro tipo de instrumento.

Los DCV deberían inmovilizar o desmaterializar las emisiones que custodian. La desmaterialización ofrece particulares ventajas de eficiencia y flexibilidad, pero las leyes y usos de algunos países y de sus mercados no la permiten. En esos casos, los objetivos principales del depósito se cumplirían inmovilizando los títulos, siempre y cuando la liquidación se pueda llevar a cabo sin transferencia ni reinscripción. Esto se suele resolver mediante un sistema en el que el DCV actúa como fiduciario del usufructuario. (Las funciones del DCV se describen con detalle en el capítulo tres. Las cuestiones de organización y gobierno se examinan en el capítulo cinco.)

#### *Recomendación 4:*

*Cada país debería estudiar sus volúmenes de contratación y nivel de participación en el mercado para determinar la conveniencia o no de establecer un sistema de compensación de las operaciones, con miras a reducir el riesgo y mejorar la eficiencia. Si fuera aconsejable instaurar un sistema de compensación, debería estar en funcionamiento antes de 1992.*

En los mercados con niveles altos de contratación y de concentración de las operaciones entre los participantes, un sistema de compensación de las operaciones entre éstos puede minimizar los riesgos y los costes.

La contratación internacional y la creación de valores derivados tienden a incrementar tanto el volumen como el número de participantes. El aumento de la contratación crea unas condiciones en las que la compensación puede ser especialmente beneficiosa, si se utiliza como instrumento para localizar y gestionar el riesgo y reducirlo al mínimo.

Hay tres opciones básicas a la hora de compensar las operaciones, que a su vez se agrupan en dos categorías, según que, de resultados de la compensación, cambie o no la contraparte. Lo contrario es la liquidación por operaciones separadas, en la que no hay compensación entre las partes contratantes.

#### *Contraparte constante*

- Compensación bilateral, en la que todas las operaciones sobre una misma clase de valor negociadas entre las mismas partes contratantes se compensan hasta arrojar una sola entrega final contra pago.

#### *Contraparte variable*

- Compensación multilateral, en la que todas las operaciones sobre una misma clase de valor se compensan hasta arrojar una posición final vendedora o compradora para cada participante. En este tipo de compensación, la contraparte puede no coincidir con el operador original.

- Liquidación neta continua, en la que todas las operaciones sobre una misma clase de valor, más las operaciones fallidas, se compensan continuamente hasta arrojar una posición final vendedora o compradora. En este tipo de compensación, la contraparte de la operación es la sociedad de liquidación.

Habría que analizar cada una de esas alternativas en función del coste de crear y mantener un sistema de liquidación neta frente al coste de liquidar las operaciones sin un sistema de ese tipo. En los dos últimos casos (compensación multilateral y liquidación neta continua), hay que contar con la necesidad y el coste de mantener algún sistema de asunción compartida de riesgos y garantías, puesto que en ambos cambia la contraparte, pasando a ser otra de las partes contratantes o la propia entidad de liquidación. Estos dos tipos de compensación son especialmente eficientes y económicos en los mercados con alto volumen de contratación. Pero los sistemas de compensación plantean complicados problemas legales y crediticios, como consecuencia de los pasivos contingentes que se producen en caso de incumplimiento por parte de uno de los miembros de la entidad de liquidación. Hay que evaluarlos, pues, a la vista de las disposiciones legales y reglamentarias de cada jurisdicción.

Nosotros recomendamos que cada mercado determine si un sistema de compensación sería o no beneficioso

para sus participantes. (Puede verse una descripción más detallada de las distintas modalidades posibles en el capítulo dos, sistemas de compensación y liquidación.) Esa valoración debería estar ultimada al cierre de 1989, y hacerse en función de los volúmenes de contratación proyectados, teniendo en cuenta tanto la distribución y volumen de las operaciones como el número de participantes que operan en los principales grupos de valores.

*Recomendación 5:*

*El método empleado para liquidar todas las transacciones de valores debería ser el de entrega contra pago (ECP). El régimen de ECP debería estar instaurado antes de 1992.*

En la liquidación de las transacciones de valores se produce una situación de riesgo apreciable cada vez que la parte vendedora hace entrega de los valores sin recibir simultáneamente su importe.

La simultaneidad de la entrega de los valores y su pago es fundamental para eliminar los riesgos de variación del precio e incumplimiento de las condiciones pactadas. La ECP elimina efectivamente todo riesgo por demora de una de las partes.

Para facilitar la simultaneidad de la transmisión de los valores y su pago en efectivo (o en cuenta) con vistas a minimizar ese tipo de riesgo, se puede recurrir a un DCV que reúna funciones de liquidación y depósito, o a sistemas de liquidación y depósito separados. De hecho, la ECP se puede efectuar mediante conexión con un sistema de pagos finales, un sistema de garantías bancarias o un sistema de garantías financieras adscrito a una entidad de liquidación o de depósito.

Incluso en ausencia de un DCV con acceso o conexión a un sistema de pagos, se pueden tomar medidas para minimizar el riesgo que comporta la entrega de valores. Es decir, se pueden crear sistemas que aseguren que:

- los valores sólo se entreguen contra recibo de un cheque confirmado, o que
- el mecanismo de entrega de los valores esté unido a un sistema de pagos, de tal modo que el pago se efectúe simultáneamente, aunque por distintos canales;
- al final del día se hagan liquidaciones netas de efectivo y de valores.

Cualquiera de esos métodos, y otros que se pueden diseñar, minimiza el riesgo de que los valores sean entregados sin recibir el correspondiente importe.

Nosotros recomendamos que cada país que no disponga aún de un sistema de entrega contra pago lo instituya para 1992 como fecha tope. La forma más eficiente es un sistema de pagos electrónico o por anotaciones en cuenta; pero, si fuera necesario, se podrían utilizar cheques conformados, o con garantía bancaria, como medida provisional, cuya implantación no debería ser posterior a 1990. (El capítulo tres, depósitos centra-

les de valores, contiene una descripción más detallada de las posibles fórmulas de ECP.)

*Recomendación 6:*

*Los pagos ocasionados por la liquidación de las transacciones de valores y por la administración de carteras de valores deberían uniformarse para todos los instrumentos y mercados mediante la adopción del convenio de «valor mismo día».*

Para la liquidación de las transacciones de valores y la administración de carteras se utilizan distintos métodos de pago. En muchos mercados se emplea el llamado «valor mismo día», y en otros lo que se llama «valor día siguiente». La adopción del convenio de «valor mismo día» acrecentaría la eficiencia de los sistemas de contabilidad y pagos.

La uniformidad simplificaría también la evolución de los sistemas de pagos hacia un régimen electrónico automatizado. Estos sistemas operan normalmente con «valores mismo día».

Cada país debería estudiar la viabilidad de enlazar los procesos de liquidación con un sistema electrónico de liquidación en efectivo. Todos los tipos de transacciones deberían abonarse mediante un sistema electrónico de liquidación en efectivo. La eliminación del cheque como instrumento de pago significaría una mayor eficiencia y un menor riesgo.

La cuestión de uniformidad a que se refiere esta recomendación no afecta de modo directo a otras cuestiones de mayor entidad en los sistemas bancarios del mundo, como son las del carácter definitivo de los pagos, la irrevocabilidad y las garantías bancarias. Todos los aspectos del convenio de «valor mismo día» están interrelacionados y deben ser debatidos y estudiados detenidamente.

*Recomendación 7:*

*Todos los mercados deberían adoptar un sistema de «liquidación continua». La liquidación definitiva debería efectuarse en D + 3 para 1992. Como objetivo transitorio, la liquidación definitiva en D + 5 debería estar implantada para 1990 como fecha tope, excepto allí donde pudiera obstaculizar la implantación de D + 3 para 1992.*

En un régimen de liquidación continua, las liquidaciones se efectúan en todos los días hábiles de la semana. Con ello se limita el número de operaciones pendientes y, consiguientemente, se reduce el riesgo de precio.

El objetivo prioritario es llegar a la liquidación en D + 3 para 1992. Los mercados donde ahora se opera en un marco temporal de D + 5 o menos deberían estudiar el paso a la norma final de D + 3 en 1990. La recomendación transitoria de D + 5 es aplicable a los mercados donde ahora se opera con plazos de liquidación superiores a D + 5, y debería ser adoptada en aquellos países

donde facilite el logro de D + 3 para 1992. Aquí el objetivo fundamental es acortar la diferencia entre las fechas de contratación y de liquidación; el objetivo secundario es normalizar los plazos de liquidación en todos los mercados internacionales.

La liquidación de las operaciones internacionales debe llegar a ser homogénea en todos los mercados y en los instrumentos de un mismo mercado. Con ello, todos los participantes podrán operar dentro de un mismo marco.

Para minimizar los riesgos de contraparte y de precio que comportan las transacciones de valores, el objetivo final debe ser la liquidación en el día. Pero, en un entorno que no esté totalmente centralizado y automatizado, la liquidación en el día no es factible. La diversidad y la complejidad de los mercados internacionales excluyen esta posibilidad a corto plazo. Es posible, pues, que los participantes tengan que olvidarse del objetivo «mismo día» y atender a las realidades de los mercados internacionales de hoy.

Si se logra la comprobación de las operaciones en D + 1, los inversores institucionales aún necesitarán un cierto margen para que sus agentes reciban la información y dispongan el efectivo o los valores a tiempo para la liquidación, sobre todo en el caso de las operaciones internacionales, que son cada día más numerosas. La norma recomendada para todos los mercados es la liquidación definitiva en D + 3, que debería ser implantada para 1992.

Los plazos de liquidación a los que se refiere esta recomendación no se aplicarían a los mercados de instrumentos del Estado y a otros mercados que liquidan en el día o de un día para otro, como son los de instrumentos del mercado de dinero, opciones negociables, etcétera; esos mercados seguirían liquidando como lo hacen actualmente.

Una manera de lograr el cumplimiento de D + 3 y D + 5 por el mayor número de participantes sería alentar a los inversores institucionales a dar instrucciones permanentes a sus depositarios, dentro de unos límites razonables. Esas instrucciones permitirían a los depositarios liquidar la mayoría de las operaciones sin consulta inmediata al cliente.

Complementada con las restantes recomendaciones de este informe y con el progreso tecnológico que se está produciendo en los mercados, la liquidación definitiva en D + 5 debería ser factible al cierre de 1990, y la liquidación definitiva en D + 3 para 1992. En muchos países, ese marco temporal minimizaría los riesgos, tanto para la entidad de liquidación como para todos los participantes en el mercado.

Con el fin de asegurar un amplio respaldo y aceptación de esta recomendación, se deberían acometer nuevos estudios que determinen su viabilidad en todos los mercados que ahora operan con plazos de liquidación más largos. (Sobre este tema, véanse también los capítulos uno y dos.) Los mercados que ahora operan en D + 2 o menos deberían estudiar la posibilidad de pasar a D + 3 para lograr la uniformidad de todos los mercados.

#### *Recomendación 8:*

*Se debería fomentar el préstamo de valores como medio de agilizar la liquidación de las transacciones de valores. Los obstáculos legales y fiscales que actualmente impiden el préstamo de valores deberían ser eliminados en 1990.*

A pesar de cuanto se haga por liquidar las transacciones de valores dentro de un marco temporal congruente con las normas recomendadas, seguirá habiendo casos de incumplimiento. El incumplimiento se produce cada vez que una u otra de las partes no puede hacer efectivas sus obligaciones para con la contraparte, y a menudo origina una cadena de operaciones fallidas, porque la parte que no recibe lo estipulado queda, por ello, incapacitada para cumplir sus propios compromisos de entrega, y así sucesivamente.

El préstamo de valores viene siendo un medio efectivo para que los participantes en el mercado cumplan su obligación de entrega a la contraparte. Al mismo tiempo, esos prestatarios contraen una obligación transitoria con otra parte prestamista.

En muchos países hay restricciones y gravámenes que hacen imposible, o excesivamente costoso, que los participantes en el mercado presten valores o los tomen en préstamo para liquidar a tiempo sus operaciones. Esos impedimentos al préstamo de valores deberían ser eliminados, a fin de que el mayor número posible de operaciones se puedan liquidar dentro del marco temporal recomendado. Pero hay que advertir, a los operadores de los mercados donde aún no existe el préstamo de valores, de la necesidad de adoptar precauciones para evitar que prestatarios y prestamistas asuman riesgos indebidos en estas operaciones, instituyendo para ello normas precisas de regulación de los créditos, contratos y prácticas. Además, para proteger a las dos partes del préstamo, los valores prestados deberían ser puestos a su precio de mercado (*marked to market*) con periodicidad, al menos, diaria. Esto es imprescindible para asegurar que las operaciones de préstamo contribuyan a hacer más eficiente la liquidación de operaciones y no supongan mayores riesgos para los prestamistas institucionales. A tal fin, el préstamo de valores debería ser supervisado por los órganos de vigilancia competentes. (Véanse, para más detalles, las secciones tituladas «Préstamo de valores» de los capítulos dos y tres.)

Con esta recomendación no se pretende alentar la venta en descubierto, aunque el préstamo de valores pueda facilitar esa práctica. La venta en descubierto encierra elementos potencialmente positivos y negativos, pero es otra cuestión distinta de la que aquí se está tratando. Se recomienda el préstamo de valores como práctica necesaria para facilitar la liquidación de las operaciones en el plazo debido.

#### *Recomendación 9:*

*Todos los países deberían adoptar la norma establecida para las comunicaciones referentes a*

valores por la *International Organization for Standardization [ISO Standard 7775]*. En particular, se debería adoptar el sistema de numeración ISIN para emisiones de valores según lo define el *ISO Standard 6166*, al menos para las operaciones internacionales. Esas normas deberían ser de aplicación universal antes de 1992.

No existe actualmente un sistema de numeración de valores de aplicación mundial. En muchos países con mercados de valores muy desarrollados, las emisiones se identifican mediante códigos, pero esos códigos tienen escasa significación fuera del correspondiente país. Valores de una misma emisión son identificados por distintos números en los distintos países, donde pueden estar materialmente depositados o anotados. Los números nacionales carecen, pues, de utilidad para las operaciones internacionales. La rápida expansión del comercio internacional de valores ha creado la necesidad urgente de un Número Internacional de Identificación de Valores (ISIN) que sea universalmente aplicable.

La ISO (*International Organization for Standardization*) es una federación mundial de organismos nacionales de normalización (organizaciones miembros de la ISO), en cuyos estatutos se afirma:

«Por sus fuertes efectos de racionalización, la introducción de un sistema de numeración aplicable a escala internacional facilitaría y favorecería sustancialmente el comercio internacional de valores» (1).

La ISO tiene entre sus cometidos la elaboración y promulgación de normas para las comunicaciones, entre las que se incluyen varios sistemas de numeración relacionados con el comercio internacional.

En la actualidad, existen varias normas para la numeración de valores: CUSIP, SEDOL y otras. Para que la información relativa a operaciones pudiera ser transmitida en un formato homogéneo y manejada por ordenadores, lo ideal sería un único sistema de numeración y mensajes. Un sistema de esas características es el que conforman las normas internacionales de la ISO 6166 (*International Securities Identification Number, ISIN*) y 7775 (*Securities Message Types*). El número ISIN se compone de un código de país, un código nacional del valor y un dígito de control para validar el código.

Lo cierto es que hoy en día se han hecho ya inversiones cuantiosas en la infraestructura de distintos planes que utilizan sistemas propios de numeración y comunicaciones. Las posibilidades son, pues, o bien una conversión inmediata al sistema de numeración ISIN, o bien la elaboración de tablas que traduzcan de forma unívoca de un sistema ya existente de numeración/mensajes al sistema de numeración ISIN y el formato de mensajes de la ISO. Si una emisión de valores está indistinguible por varios códigos diferentes dentro de su país de origen, habría que unificarlos y dejar un sólo número de identificación nacional.

Hay diversas formas de comunicar instrucciones de operación y otras informaciones entre distintos países,

entre ellas varias redes de propiedad privada y cooperativa que proporcionan una amplia gama de servicios de comunicaciones y pueden soportar mensajes de operaciones tanto transfronterizas como locales.

Nosotros recomendamos que cada país estudie sus enlaces de comunicaciones internacionales y su sistema único de numeración de valores para desarrollar un plan de aplicación. (Véase una descripción detallada en el capítulo cuatro, normas comunes.)

## CONCLUSION

Hay que advertir que una fecha aparentemente tan distante como 1992 no autoriza en modo alguno la demora en los preparativos para la aplicación de estas recomendaciones. Al contrario, para muchos de los cambios propuestos el plazo resulta ya muy apretado. En muchos mercados, quizá no se puedan cumplir los objetivos propuestos a menos que al cierre de 1989 se haya acordado ya un plan de acción escalonado.

A tal fin, se propone iniciar lo antes posible el estudio de las recomendaciones de este informe por parte de todos los interesados. La tarea inicial debe ser la formulación de un plan estratégico de aplicación.

## CAPITULO UNO: SISTEMAS DE COMPROBACION

### Introducción

Sería difícil exagerar la importancia de establecer un sistema de cuadro rápido, eficiente y riguroso. Los operadores de todo el mundo están de acuerdo en que la falta de tales sistemas acrecienta significativamente el riesgo de fallo en la tramitación de las transacciones de valores. Cuanto más tiempo pase entre la ejecución de la operación y su comprobación satisfactoria, mayor será la probabilidad de que se produzcan errores costosos.

Una de las razones de mayor peso que aconsejan instituir sistemas de comprobación rápida es la de que contribuyen a reducir los altos índices de incumplimiento con que se encuentran muchos inversores a escala mundial. Hay incumplimiento cuando en la fecha de liquidación no se produce la entrega de los valores o su pago. Incluso en las operaciones domésticas, la falta de un buen sistema de comprobación puede ocasionar fallos graves. La lentitud en la comunicación de las operaciones y resolución de los errores puede desatar una reacción en cadena de operaciones fallidas, cancelación de transacciones, con posibles pérdidas para el mercado, y acciones innecesarias de éste para liquidar las operaciones no cuadradas. Además, la comprobación rápida beneficia a todos los participantes, al facilitar una mejor gestión de los valores y del efectivo y reducir el riesgo.

En condiciones ideales, la comprobación sería instantánea. Las partes contratantes cuadrarían los detalles de la operación en el momento de su inicio o ejecución, y de ahí se pasaría a liquidarla. Hasta cierto punto, eso es lo que ocurre en varios mercados donde se trabaja

con operaciones «cerradas» (*locked-in trades*), tema del que hablaremos en este mismo capítulo.

Los sistemas de comprobación varían de un mercado a otro, según el volumen de contratación, la estructura del mercado, el valor de las operaciones, el número de contrapartes que empleen el sistema y hasta la ubicación material de éstas. *La recomendación de este informe es que en 1990 todas las operaciones entre participantes directos en el mercado deberían estar comprobadas en D + 1.* Todo sistema de ajuste debe incluir ciertos componentes básicos, que comentamos en este capítulo.

### Tipos de sistemas de comprobación

En el mundo se utilizan muchos sistemas de comprobación diferentes. Algunos mercados la efectúan por medios electrónicos avanzados, mientras que en otros es totalmente manual. Hay sistemas de comprobación que facilitan la liquidación, y otros que funcionan únicamente como testimonio contable para resolver las obligaciones no liquidadas.

La amplitud del mercado debería influir en el nivel de automatización y en las características peculiares de cada sistema. Los mercados de mayor tamaño, donde las posibles contrapartes se cuentan por miles, lógicamente tendrán otras exigencias que los mercados en los que su número es pequeño. Incluso dentro de un mismo mercado puede ser necesaria una cierta flexibilidad, con diferentes sistemas automatizados para tramitar operaciones de distintos tamaños o de distintas clases de valor.

Los sistemas concretos que se describen en este capítulo deben entenderse como fórmulas alternativas más que como modelos. En cada mercado habría que considerar también qué volumen de operaciones internacionales se negocia en la actualidad y cuál puede ser el ritmo de crecimiento de esas operaciones en el futuro.

La distinción más importante es la que divide los sistemas de comprobación en «unilaterales» y «bilaterales». Unos y otros son viables, pero es probable que los mercados con un volumen alto de contratación requieran un sistema «bilateral».

#### Sistemas bilaterales

Los sistemas bilaterales suelen ser administrados por el propio mercado y utilizados únicamente por los miembros de la organización, que suelen ser agencias o sociedades de valores. Es frecuente que exista un acuerdo de garantías, en virtud del cual los miembros del sistema asumen la responsabilidad de las operaciones en caso de incumplimiento. Esa responsabilidad compartida garantiza que la operación comprobada se lleve a término aunque falle una de las partes.

Un sistema eficaz de comprobación bilateral puede funcionar de la siguiente manera:

Una vez ejecutada la operación, los miembros intervinientes comunican todos sus detalles en la misma fecha o a primera hora del día siguiente (D + 1). Teóricamente,

se dispondría de varios métodos para la transmisión de esos datos, que podría hacerse por comunicación directa de ordenador a ordenador, cinta magnética, disquete, terminales en línea directa, servicios informáticos de alquiler, redes externas o papel. En los mercados más activos, el *interface* de ordenador a ordenador sería obviamente lo más eficiente.

Los términos de la operación son seguidamente comprobados por un ordenador, que la clasifica en una u otra de varias categorías —comprobada, no comprobada o rechazada— y transmite la información en D + 1, o incluso en la fecha de contratación, a todos los miembros del sistema interesados. Las operaciones comprobadas (es decir, las que cuadran en todos sus detalles) no requieren otro tratamiento previo a su liquidación, una vez comunicadas a la entidad liquidadora. Aún pueden ser canceladas, sin embargo, con el consentimiento de ambas partes. (Véase, *infra*, la sección sobre resolución de operaciones. Sobre las formas de liquidación, véase el capítulo tres.)

Las operaciones no comprobadas son aquellas que sólo ha comunicado una de las partes, o las que, habiendo sido comunicadas por ambas, presentan detalles que no casan.

Por «operación rechazada» se entiende la que presenta errores en el número de identificación del valor, el número de identificación de un agente, la fecha, etc. Las operaciones no comprobadas y las rechazadas deben ser resueltas con rapidez para proceder a su normal liquidación. Las ventajas de comprobación bilateral son particularmente evidentes en los mercados con alto volumen de contratación. Si las dos partes son operadores activos que presentan operaciones continuamente, es probable que la comprobación sea inmediata, con lo cual el sistema, y todos sus miembros, pueden atender mucho antes a las operaciones no resueltas. Este planteamiento, que exige que ambas partes presenten los detalles de la operación, se considera óptimo para un grupo fijo de participantes habituales en el mercado.

Ejemplos de sistemas bilaterales eficaces son el Euroclear y el ACE de Cedel Systems, el *Central Checking System del International Stock Exchange* y los sistemas de comprobación estadounidenses. La ISE está desarrollando también el sistema SEQUAL para la comprobación electrónica directa de transacciones de valores internacionales. El sistema empleado por la Bolsa de Tokyo efectúa la comprobación en el mismo día de contratación. También la *Association of International Bond Dealers* (AIBD) viene trabajando en la creación de TRAX (*Transaction Exchange*), un sistema de comprobación bilateral entre sus participantes.

#### Operaciones «cerradas»

En los mercados más desarrollados del mundo se ha instaurado un sistema de comprobación bilateral menos complicado, con la introducción de las llamadas «operaciones cerradas».

Una operación «cerrada» se comprueba en el momento mismo de su ejecución, comprometiéndose las dos

partes contratantes a llevarla a término con arreglo a los datos registrados, a menos que ambas acuerden su cancelación.

Aún es posible corregir errores. Y, como es lógico, en la fecha de liquidación cada una de las partes deberá tener en su cuenta de depósito el efectivo o los valores necesarios para liquidar la operación conforme a lo previsto.

La instauración de un régimen de operaciones «cerradas» tiene la ventaja de dar a los participantes un alto grado de certeza de que la liquidación coincidirá con lo negociado. Con ello, no sólo se ahorra el tiempo y el gasto que supone la comprobación, sino que además los participantes conocen inmediatamente la situación de sus cuentas, y el tiempo que normalmente se dedicaría al seguimiento de operaciones de rutina se puede aplicar a resolver aquellas otras en las que el sistema localiza algún problema.

También sería importante instaurar un régimen de operaciones «cerradas» para los mercados con alto volumen de contratación. Es la manera más eficiente de gestionar un número elevado de operaciones relativamente pequeñas («pequeñas» para los baremos de los inversores de cada mercado). En Canadá, por ejemplo, todas las operaciones, del tamaño que sean, realizadas entre dos agentes en el *parquet* se tramitan como operaciones cerradas. En Londres, la *International Stock Exchange* ha implantado, en febrero de 1989, un nuevo sistema, la *SEAQ Automated Execution Facility (SAEF)*, con el cual se espera gestionar un 40 por 100 de la contratación total del mercado (las operaciones de 1.000 títulos o menos) en forma cerrada.

Esta fórmula ha adquirido tal importancia en Estados Unidos que las operaciones «cerradas» representan dos terceras partes de todo el volumen de contratación de la Bolsa de Nueva York (NYSE), la mitad del volumen de la *American Stock Exchange (Amex)* y un 30 por 100 de las operaciones que se realizan fuera de las bolsas.

#### *Sistemas unilaterales*

Los sistemas de comprobación unilateral suelen estar pensados para los participantes indirectos en el mercado que no quieren incorporarse a un sistema bilateral, o que lo tienen prohibido. Muchos inversores institucionales no desean, o no pueden, integrarse en las fórmulas de riesgo compartido, que normalmente lleva aparejado un sistema bilateral, según las cuales todos los miembros se hacen responsables del posible incumplimiento de uno de ellos. Para esos inversores se requiere un sistema de comprobación unilateral, que es esencialmente un sistema de comunicaciones que enlaza entre sí al agente, al inversor institucional y al representante operativo del inversor (que puede ser un banco).

Un sistema eficaz de comprobación unilateral podría funcionar de la siguiente manera:

Una vez que un inversor institucional inicia una operación con un agente, el agente la comunica a la entidad central que administra el sistema de comprobación. El

agente transmite todos los datos de la operación con la mayor celeridad posible, a primera hora de D + 1 o antes; en todo caso, con suficiente antelación sobre el comienzo de la contratación del día siguiente. La información puede ser transmitida por los mismos métodos que se han enumerado al hablar de la comprobación bilateral.

Una vez recibida la información unilateral, el sistema envía confirmaciones al inversor (o a su agente o representante) mediante el método de transmisión de datos que el inversor prefiera. Puede ser por listados sobre papel (si la proximidad lo permite), transmisión por fax, por cinta magnética, o directa de ordenador a ordenador. También sería posible que los participantes utilizaran sus propios terminales de llamada —a menudo, según un sistema de tiempo compartido— para interrogar directamente al ordenador del sistema de comprobación.

En la práctica, la confirmación puede enviarse a no menos de cinco participantes: la institución, el agente que comunica la operación, el banco depositario, un gerente de cartera de la institución y, si se trata de operaciones internacionales, quizá un subdepositario. (En algunos mercados, el propio banco depositario podría enviar confirmaciones a sus clientes mediante servicios informáticos de alquiler o redes propias o alquiladas.)

Si la confirmación refleja con exactitud los términos de la operación, la institución (o su representante, que puede ser un depositario) transmite su conformidad a la entidad central por cualquiera de los métodos antedichos. Si la descripción de la operación es incorrecta, la institución puede tomar las medidas oportunas para corregir el error. Puede tratar directamente con la contraparte para resolver diferencias de detalle o para cancelar de mutuo acuerdo la operación.

Según otra fórmula utilizada en algunos mercados, se entiende que el inversor institucional que no ha manifestado su conformidad antes de una hora determinada de D + 1 aprueba la operación en los términos consignados. En ese caso, la operación se da por válida, y obliga al inversor.

Un sistema perfeccionado podría ir más allá y prescindir de toda conformidad expresa, exigiendo respuesta de las partes contratantes únicamente en casos excepcionales. Actualmente, existen ya algunos sistemas que permiten dar conformidad global a todas las operaciones negociadas en una fecha determinada. En esos casos, las operaciones no expresamente impugnadas se consideran válidas y pasan a la fase de liquidación.

Uno de los sistemas de comprobación unilateral más rápidos y flexibles es el que administra, para inversores institucionales, el *Depository for Securities Limited* del Canadá. El *Electronic Trade Reporting and Affirmation System (ELTRA)* es un sistema de comunicaciones en línea directa y tiempo real, que ha reducido espectacularmente el tiempo de vuelta de las operaciones con problemas. Los inversores institucionales que se sirven del ELTRA pueden rechazar, corregir y confirmar una operación en el día.

Otro sistema eficiente de comprobación unilateral es el *Institutional Delivery System*, de la *Depository Trust Company* (ID de la DTC), que es un sistema de comunicación en línea directa, pero no en tiempo real, establecido en Estados Unidos en 1978. Antes de su entrada en funcionamiento, las operaciones rechazadas suponían un coste anual de millones de dólares para el sector bursátil estadounidense. Con él, los índices de fallo han decrecido sustancialmente.

La comprobación unilateral no requiere la transmisión de datos por ambas partes para iniciar el proceso, pero éste puede llevar más tiempo. Si hay que confirmar todas las operaciones, queda menos tiempo para atender a los problemas.

Los sistemas de comprobación de este tipo son adecuados bien para un grupo numeroso de participantes infrecuentes, como pueden ser los inversores institucionales, o bien para participantes directos en el mercado, cuando se trata de operar sobre valores poco negociados.

Estos ejemplos de sistemas de comprobación ponen de manifiesto la variedad y eficiencia de muchos de los sistemas que hoy están en uso. No los señalamos para recomendar unos más que otros, sino para mostrar la gama de posibilidades que pueden estudiar los mercados. A continuación, se indican algunas de las notas que estos sistemas tienen en común.

#### *Criterios de cuadro*

Como ya se ha dicho al comienzo de este capítulo, el cuadro o comprobación de las operaciones es esencial para reducir el riesgo en la contratación, tanto internacional como interior. Sea por procedimientos manuales o por ordenador, el proceso de cuadro debe garantizar que hay acuerdo entre las partes sobre todos los elementos clave de la operación. Entre esos elementos deben figurar:

- El mercado donde se ha ejecutado la operación.
- La fecha de contratación.
- El valor concreto negociado.
- El valor nominal o número de acciones (o valor nominal de bonos, etcétera).
- El precio de ejecución y la moneda.
- La contraparte y la entidad de liquidación.
- Las instrucciones de compraventa.
- Las condiciones de la operación, por ejemplo si se concierta sin dividendo.
- La fecha de liquidación.

En algunos países, se asigna un número de identificación a cada una de las operaciones.

El sistema de cuadro de la *International Stock Exchange* de Londres (ISE) tiene capacidad para cuadrar un conjunto de operaciones con una única comunicación de una contraparte, por ejemplo 10 compras distintas

de 1.000 acciones con una única venta de 10.000 acciones. También cuadra la operación si su ordenador detecta un error evidente; por ejemplo, una transposición en el número de identificación de la contraparte. Los criterios de cuadro incluyen la moneda en que se ha de liquidar la operación. A diferencia de la mayoría de los sistemas, el de la ISE permite liquidar en diferentes monedas, lo que significa una clara ventaja para los inversores internacionales. También el sistema canadiense posee cierta flexibilidad, ya que permite liquidar en dólares canadienses o estadounidenses.

Además de la información necesaria para el cuadro, algunos sistemas manejan información de control destinada a facilitar la vigilancia del mercado.

#### *Resolución de operaciones*

Por resolución de operaciones se entiende el procedimiento empleado para resolver las operaciones no cuadradas. Según los sistemas, las operaciones se pueden corregir o cancelar en distintos puntos del ciclo. La manera de tratar las discrepancias es una de las pruebas cruciales de un sistema de comprobación eficaz.

En los sistemas de comprobación unilateral, el cliente (el inversor institucional) no puede corregir directamente la orden inicial. Todas las correcciones debe hacerlas el agente, independientemente de cuál de las partes sea la que localice el error.

Si es el inversor el que observa el error, se pone en contacto con el agente y le pide que vuelva a presentar la operación en su forma corregida. En ese momento, hay que cancelar también la operación errónea.

Si lo que sucede es únicamente que el cliente no ha confirmado la operación, el sistema de comprobación se lo comunica automáticamente al agente, y es éste el que se pone en contacto con el cliente para resolver el problema.

Por ejemplo, en Estados Unidos, si una operación corregida debe liquidarse en D + 5, la corrección debe estar presentada en D + 3 o antes. La parte llamada a confirmarla debe revisar los datos de la operación y responder en el mismo día. Toda operación corregida que no sea confirmada en ese plazo puede ser invalidada para su liquidación en D + 5.

En un sistema de comprobación bilateral, ambas partes pueden hacer correcciones una vez examinada la comunicación de los resultados del proceso de cuadro por ordenador.

Los agentes tratan directamente entre sí para resolver las discrepancias. Desdichadamente, el proceso puede estancarse en este punto. Los agentes con sistemas operativos ineficientes pueden dejar sin resolver las operaciones no cuadradas, aunque el sistema les señale una y otra vez esos problemas pendientes.

En algunos mercados, los informes diarios que reseñan todas las operaciones no resueltas pueden repetir las mismas operaciones no cuadradas día tras día. Sin la aplicación de una normativa estricta, es fácil que el

sistema de comprobación quede atascado. Sería preciso que los agentes que no respondan dentro de plazo tuvieran que aceptar la operación en los términos consignados o liberar a la contraparte de toda obligación de llevarla a término.

En la mayoría de los mercados, se actualiza diariamente la lista de operaciones sin resolver según su fecha de liquidación. Algunos mercados no permiten liquidar una operación en la fecha de liquidación a menos que haya sido corregida dos días antes, mientras que otros sistemas lo permiten aunque no se haya resuelto el problema hasta el día anterior a la liquidación.

Ni que decir tiene que con un sistema plenamente automatizado esas actualizaciones se podrían hacer en tiempo real, lo que reduciría aún más la incertidumbre de los participantes.

### **Conclusión**

La recomendación de este informe es que al cierre de 1990 todas las comprobaciones entre partes contratantes se efectúen en D + 1, o antes. La norma de comprobación en D + 1 es fundamental para agilizar todo el proceso de liquidación.

Hay muchos mercados en todo el mundo que cumplen ya esta norma, pero no todos son mercados con alto volumen de contratación. Es verdad que para aplicarla en algunos mercados será necesaria una reestructuración sustancial, pero también hay que señalar que la comprobación de operaciones automatizado se ha implantado ya con éxito en muchos países.

Aunque quizá sean muchos los inversores institucionales que no quieren o no puedan ser miembros de un sistema de comprobación bilateral, de todos modos es esencial que se integren en algún sistema que dé confirmación expresa de los detalles de las operaciones. Los sistemas unilaterales descritos en este capítulo parecen ventajosos para esos inversores, pero aun así habrá que ofrecerles algunos incentivos para que se animen a incorporarse. También en este aspecto es importante que el mercado dicte normas estrictas que aseguren que los inversores institucionales quieran participar en un sistema de comprobación específico.

El establecimiento de sistemas de comprobación rigurosamente estructurados, eficientes y rápidos permitirá hacer realidad muchas de las restantes recomendaciones de este informe. Un sistema de comprobación sólido es la base de un mercado de valores saludable. Sin esos sistemas, el objetivo de liquidación en D + 3 para 1992 sería utópico, pero con ellos se puede lograr.

## **CAPITULO DOS: COMPENSACION Y LIQUIDACION**

### **Introducción**

Todo sistema de liquidación tiene por finalidad determinar exactamente qué es lo que las partes contratantes deben entregar y recibir en la fecha de liquidación. En el proceso de liquidación se computan las obligaciones

de las distintas partes, de modo que efectivo y valores cambien de manos con exactitud y eficiencia. En la compensación se establece la responsabilidad; le sigue la liquidación, que completa la operación.

Varios países con mercados de capitales de primer orden carecen de una organización central de compensación y liquidación. Es esencial instituirlos. No se puede transferir la propiedad de valores con celeridad y seguridad sin un sistema de compensación y liquidación centralizado.

La organización central de compensación y liquidación puede actuar como intermediario. En ese caso, el riesgo de incumplimiento por parte de uno de los miembros del sistema se reparte entre todos ellos.

Es esencial que la entidad de liquidación en la que se delegan obligaciones y pagos tenga la suficiente solidez financiera, en forma de reservas o garantías, así como que pueda recibir rápidamente ayudas adicionales de sus miembros y de otras instituciones financieras. Esta condición se puede satisfacer estableciendo derechos de giro sobre sus miembros o líneas de crédito con bancos.

Para facilitar la liquidación de grandes volúmenes de transacciones de valores, el sistema de liquidación debería reducir al mínimo los movimientos de valores y de efectivo. Con ese fin, muchos sistemas de liquidación utilizan alguna forma de compensación de los valores o el efectivo. Por ese procedimiento, las transacciones de valores de una misma emisión entre las partes contratantes se simplifican en un mínimo de entregas y transferencias de efectivo. La compensación aminora el riesgo de incumplimiento porque reduce el número de transacciones que hay que manejar en la fase de liquidación.

Es posible que los análisis de coste-beneficio no justifiquen la adopción de garantías y compensación, sobre todo en mercados con bajo volumen de contratación. Aun así, es aconsejable iniciar cuanto antes el estudio de sistemas más avanzados, dejando la elección de un sistema de compensación en particular a los participantes locales en el mercado que estén en mejores condiciones de prever los volúmenes de contratación y niveles de participación futuros y de evaluar el entorno legal vigente.

### **Tipos de sistemas de compensación (2)**

#### *Por operaciones separadas*

La forma más elemental de compensación y liquidación es la que se realiza para cada operación por separado. Inmediatamente después de ejecutada la operación, el comprador del valor comprueba que dispone de efectivo, o su equivalente, para pagar al vendedor. El vendedor mantiene los valores listos para su entrega al comprador. Ambas partes conciertan entonces la utilización de algún mecanismo de cambio de los valores por el efectivo.

Cualesquiera operaciones ulteriores ejecutadas entre las dos partes en la misma fecha recibirían exactamente

el mismo tratamiento, pero serían totalmente independientes de la operación anterior. Puesto que la identidad de la contraparte se mantiene en todos los casos, cada parte puede calcular su riesgo frente a distintas contrapartes vigilando el desarrollo de cada operación.

Este método puede ser adecuado en mercados con bajo volumen de contratación, pero también ocasionar grandes dificultades cuando el volumen de contratación se dispara. Incluso en un mercado de baja contratación pueden surgir problemas. Si, por ejemplo, un agente compra y luego vende un determinado valor con liquidación de las dos operaciones en una misma fecha, con ese método resulta a menudo difícil efectuar la recepción y la nueva entrega a tiempo, sobre todo si la transacción se inserta en una cadena de recepciones y nuevas entregas de la misma clase de valor.

Sin algún tipo de compensación, un agente necesita efectivo (o préstamos bancarios) para cubrir el valor total de todas las operaciones que debe liquidar en determinada fecha. Obtener y presentar las suficientes garantías, ya sea en forma de valores o de cheques confirmados de agentes de la contraparte, puede ser muy oneroso. Cualquier sistema de compensación reduce la necesidad de efectivo y, por tanto, la necesidad de allegar garantías adicionales. La liquidación por operaciones separadas es, esencialmente, una enorme cadena de transacciones que, para sostenerse, exige el cumplimiento de las condiciones de liquidación en cada uno de los eslabones. El fallo de una sola operación puede afectar automáticamente a otras.

En un régimen de liquidación por operaciones separadas, las operaciones no suelen estar garantizadas por ninguna organización central. El sistema tiene que hacer frente a esa deficiencia, probablemente creando generosas facilidades de crédito prendario para los participantes activos en el mercado, de suerte que sea posible liquidar las cadenas de operaciones sin decisiones de crédito intermedias, que llevarían mucho tiempo. Un sistema de esa índole, además, difícilmente será eficaz a menos que se penalicen los retrasos en la entrega. Aun con esas cautelas, la liquidación por operaciones separadas es más apropiada para mercados con bajo volumen de contratación y para inversores que no sean operadores activos.

### *Neteo*

En muchos mercados, el aumento de volumen de contratación ha conducido directamente a desmaterializar e inmovilizar, pero también ha inspirado la idea de que el número de transacciones que implica la liquidación se podría reducir drásticamente si no hubiera que tramitar las operaciones una por una. En lugar de eso se tramitan por lotes, y al cierre de cada día de contratación hay una sola cifra neta de liquidación para cada parte. Un sistema de neteo es especialmente apropiado para los mercados con alto volumen de contratación, sobre todo para aquellos en donde se negocia un número elevado de operaciones entre un número relativamente pequeño de participantes.

Hay diferentes sistemas de neteo, que afectan a los valores o al efectivo. La elección de un método u otro depende del volumen y de otros factores. Antes de establecer un sistema de compensación, los mercados deben estudiar si es posible trasladar legalmente las obligaciones de una contraparte a otra o a la propia organización de liquidación. Otros aspectos que hay que considerar son la viabilidad y exigibilidad de garantías, la disponibilidad de datos completos de precios, el volumen medio de contratación por emisión, las clases de participantes, el nivel de riesgo que soporta actualmente el sistema y el coste de modificar el proceso de liquidación. Si los problemas son de orden jurídico, y el volumen y otras consideraciones indican la conveniencia de emplear alguna forma de neteo, lo que procede es modificar la legislación para dar cabida a uno de estos sistemas. Una vez resueltas esas cuestiones, se podrá hacer una elección inteligente entre las distintas modalidades de compensación.

A continuación, se describen tres sistemas distintos de neteo. Como mínimo, los mercados deberían considerar el sistema de neteo bilateral.

### *Neteo bilateral*

Neteo bilateral es el que se lleva a cabo entre las mismas partes contratantes. Mantiene la integridad de las operaciones y reduce algo el volumen de tramitación que sería necesario tratándolas una por una. Pero las ganancias de eficiencia pueden ser importantes si se negocian muchas operaciones sobre un reducido número de emisiones.

El neteo bilateral se efectúa de la siguiente manera: cuando dos partes contratantes negocian una serie de operaciones sobre una misma clase de valor a lo largo de un día de contratación, el sistema reduce a una cantidad neta el número de acciones que hay que entregar. Si A compra a B 1.000 acciones de XYZ, y posteriormente vende a B 950 acciones, el resultado neto o «compensado» sería que B entregase 50 acciones de XYZ a A a cambio del saldo neto en efectivo de las dos operaciones. (En el caso de que lo negociado en el día fuera un número idéntico de acciones entre las partes, no habría entrega de acciones; únicamente podría haber entrega de efectivo para saldar la posible diferencia entre los precios de las operaciones.)

Entre las desventajas de los sistemas de liquidación por operaciones separadas y de neteo bilateral están las siguientes:

- Hay que hacer muchas entregas, lo que significa la posibilidad de un alto número de fallos.
- Hay que poner al precio de mercado las posiciones de cada contraparte, lo que implica más operaciones de ese tipo que en otros sistemas más avanzados. (Por poner al precio de mercado se entiende actualizar el precio de las posiciones abiertas de una contraparte, a efectos de limitación del riesgo.)
- Cuando quedan pendientes muchas posiciones —es decir, no se reducen a un número más pequeño y

más manejable—, aumenta la probabilidad de que el comprador que no ha recibido las acciones en el plazo estipulado tenga que obligar al vendedor a entregarlas. En algunos mercados, el agente acreedor de las acciones inicia un procedimiento de recompra, que obliga a la entidad de liquidación o a la contraparte a efectuar la entrega en un plazo breve. El agente que no entregó a tiempo debe soportar la posible diferencia entre el precio original de ejecución y el coste actual de esas mismas acciones en el mercado.

Aunque el bilateral es la forma más rudimentaria de neteo, su implantación proporciona un beneficio importante para el mercado, desde el momento en que reduce el número total de transacciones que exige la liquidación.

#### *Neteo diario*

El neteo diario (también llamado «multilateral») es un paso importante hacia un proceso de liquidación más eficiente. Su principal característica operativa es que lo que se compensa son las operaciones efectuadas por una parte sobre una determinada emisión, dentro de un mismo día. El operador puede haber ejecutado en ese día muchas operaciones sobre una misma clase de valor, tanto compras como ventas, con un número indeterminado de otros agentes (contrapartes), pero al final del proceso de compensación no tendrá más que una obligación o crédito en ese valor, bien sea con la entidad de liquidación o con una o más contrapartes. Puede ser acreedor a 1.000 acciones de XYZ o deudor de 1.000 acciones de esa clase a otra contraparte. Y, como a veces ocurre, puede ser que en el día de referencia no haya negociado concretamente con esa contraparte.

Aunque esta técnica no maximiza las eficiencias del neteo, sí reduce significativamente el número de entregas que hay que hacer cada día, y con ello el número de fallos probables. De ese modo, puede dar cabida a volúmenes de contratación sustancialmente mayores que los sistemas de liquidación por operaciones separadas o por neteo bilateral. El sistema multilateral, sin embargo, exige administrar el riesgo de otro modo. Las contrapartes de las operaciones pueden cambiar a efectos de liquidación, y es necesario operar con garantías. La entidad responsable del sistema de liquidación ha de ocuparse de que los riesgos estén debidamente cubiertos, y de que haya garantías para toda obligación extraordinaria. La forma concreta de distribución del riesgo debe ser bien comprendida por todos los participantes y rigurosamente cumplida.

A pesar de las ventajas del neteo diario, subsisten algunos problemas. No hay compensación con las operaciones de los días siguientes, y, por tanto, hay más operaciones fallidas que es preciso poner al precio de mercado. No parece probable que estos sistemas de neteo diario proporcionen protección del dividendo; esto es, que aseguren la percepción, por parte del agente comprador, del dividendo que legítimamente le corresponde sobre una operación que permanece abierta.

#### *Liquidación neta continua (LNC)*

En un sistema de liquidación neta continua, se hace una compensación diaria, y todas las operaciones abiertas al final del día se compensan con las del día siguiente. Un sistema de esta clase, que incluye la puesta diaria al precio de mercado de todas las obligaciones, es uno de los mecanismos de compensación más eficientes para un mercado con alto volumen de contratación, y elimina eficazmente el riesgo de las operaciones sueltas pendientes de liquidar. Uno de los principios básicos de la LNC es el de que la entidad de liquidación se interponga entre las partes contratantes, erigiéndose en contraparte de cada operación comprobada.

Esta asunción del riesgo de contraparte por la entidad de liquidación debe producirse lo antes posible, una vez comprobada la operación. Teóricamente, al término del día de contratación las partes deberían ser deudoras y acreedoras del organismo de liquidación, no entre sí.

Aunque en teoría sería deseable que en todos los países funcionara un sistema de LNC, en algunos puede no ser viable de momento, y ni siquiera deseable a largo plazo. Si la LNC es aconsejable para un mercado, conviene estudiar su implantación cuanto antes.

Los sistemas de LNC se han creado en respuesta a la necesidad de automatizar y simplificar en todo lo posible la tramitación de las transacciones de valores. Al maximizar la consolidación de las operaciones, la LNC reduce al mínimo las obligaciones de entrega. Pero requiere la anotación automática en cuenta, en un entorno altamente centralizado y controlado.

La centralización limita mucho los riesgos para los miembros del sistema de liquidación. Combinada con garantías, protege a las dos partes contratantes, que tienen la seguridad de que la operación cuadrada llegará a liquidarse aun en el caso de que la contraparte incumpla.

El proceso básico de LNC, que está pensado para una automatización total, con la mínima intervención manual de los participantes, puede desarrollarse de la siguiente manera: en la fecha de liquidación, todas las operaciones correspondientes a una misma clase de valor se combinan con operaciones anteriormente no liquidadas (posiciones abiertas de compra y de venta) para crear una posición neta que representa el número de acciones (o bonos, unidades, etc.) que debe liquidar cada participante. Todas las operaciones sobre valores acogidos al sistema, sea cual sea su número y tamaño, se reducen a una sola posición liquidadora por participante.

Si el participante adeuda (a la entidad de liquidación) un determinado número de acciones según la LNC, esas acciones son retiradas de su cuenta en la entidad de depósito (y entregadas contra pago a la entidad de liquidación, en el caso de que ésta sea una entidad distinta). Cuando la posición del participante es acreedora, las acciones correspondientes son análogamente asignadas a su cuenta de depósito. Como quiera que el movimiento de valores se realiza por anotación en cuenta y sin títulos, no hay problemas de denominación y es fácil resolver las liquidaciones parciales.

La LNC permite administrar con eficiencia la liquidación diaria de efectivo. Al final del día, el participante recibe o entrega fondos a la entidad de liquidación por el importe del saldo neto acreedor o deudor de todas sus posiciones liquidadas, más los ajustes a que dé lugar la puesta al precio de mercado de sus posiciones abiertas.

El sistema de LNC tiene varias ventajas: se reducen los retrasos en la liquidación, porque el reciclaje continuo de las posiciones abiertas permite cambiar de sentido el movimiento de los valores recibidos en la fecha de liquidación y entregarlos en el mismo día; hay plena protección del dividendo, que se abona automáticamente en la cuenta del participante, y hay más seguridad, porque es más fácil actualizar cada día el precio de todas las posiciones al cierre. Con ello, se reduce el riesgo de volatilidad del mercado para todos los participantes en caso de incumplimiento de uno de ellos. Esa actualización del precio se aplica a toda posición neta pendiente de liquidar en la fecha de liquidación. El participante que sostenga posiciones sin liquidar deberá pagar (o añadir garantías) por el aumento de valor de esas posiciones, o podrá cobrar por su depreciación. Las obligaciones de cada miembro de la LNC se abonan o adeudan contra el valor de sus posiciones abiertas.

Los mercados que consideren el paso a un régimen de LNC deben tener en cuenta algunos de los obstáculos que podrían entorpecer la transición. En primer lugar, el sistema no puede funcionar a pleno rendimiento sin un depósito central de valores (DVC). (Véase, a propósito de los DCV, el capítulo cuatro.) Pero no basta, ni mucho menos, con la mera creación de un depósito de esa clase. El DCV debe tener una enorme fortaleza, así como flexibilidad en momentos de tensión del mercado, para soportar cualquier situación de emergencia. Además, es posible que haya que eliminar trabas legales que impidan la transferencia del riesgo de una contraparte a la propia entidad de liquidación. Finalmente, el concepto de neteo debe ser plenamente aceptado por los participantes en el mercado y por sus organismos rectores.

#### *Liquidación continua*

La práctica y la costumbre han llevado a adoptar diversos sistemas y marcos temporales de liquidación en los mercados de los distintos países. Una distinción importante consiste en que algunos mercados de primera fila operan con un ciclo de liquidación en días fijos, mientras que otros emplean la liquidación «continua». En aquéllos, todas las operaciones negociadas durante un determinado período se liquidan en una fecha concreta: el «día de liquidación» (o a partir de él). Pueden ser compensadas (por LNC u otro sistema) y reducidas así a un número mínimo. Esta forma de periodificar la liquidación alarga el tiempo que media entre las fechas de contratación y liquidación, y puede agravar los problemas de volumen cuando la actividad del mercado aumenta.

La liquidación continua significa que todas las operaciones se liquidan transcurrido un número fijo de días desde la fecha de contratación, y, por tanto, hay liquida-

ciones en todos los días hábiles de la semana. Por ejemplo, en un régimen de liquidación continua en D + 5, las operaciones del lunes se liquidan al lunes siguiente, o sea cinco días hábiles después; las del martes se liquidan al martes siguiente, etc. Con ello se limita efectivamente el número de liquidaciones pendientes en cada momento.

La implantación de la liquidación continua, al evitar que la tramitación de operaciones se acumule, da oportunidad a los mercados de mejorar su eficiencia operativa y reducir el riesgo. Al mismo tiempo, les permite adaptarse a un plazo de liquidación en D + 5 o D + 3, que incluso puede llegar a ser más corto. Cuando los plazos de liquidación se hayan normalizado a escala internacional, la contratación internacional podrá seguir creciendo, no sólo en volumen, sino también en seguridad y comodidad. *A la vista de esos factores, se recomienda la liquidación continua como sistema de liquidación para todos los mercados.*

#### *Garantías*

Existen muchas formas de garantías. En algunos mercados, se opera sin ellas; en otros, la garantía es total. Las garantías completas —es decir, aplicadas tanto a los valores como a los efectivos correspondientes— requieren fortaleza financiera y una considerable capacidad de prever el tratamiento que ha de darse a los fallos y a las situaciones de escasez. Los miembros de los sistemas de comprobación y compensación asumen colectivamente el riesgo del sistema. Hay diversas maneras de costear la garantía; una es que la entidad de liquidación mantenga unos fondos de liquidación constituidos por aportaciones de los miembros. Cuando se produce un incumplimiento, la primera obligación de la entidad de liquidación es hacerse cargo de las liquidaciones en efectivo y de las operaciones de la parte incumplidora. Para ello, puede ser necesario comprar valores en el mercado. Las pérdidas financieras resultantes del incumplimiento se imputan en primer lugar a la aportación de ese miembro al fondo de liquidación. Si esa suma es insuficiente, la diferencia se imputa a los beneficios no distribuidos de la entidad o al fondo general de liquidación. En este último caso, puede hacerse un prorrateo entre todos los demás miembros.

Además de los recursos financieros allegados por los miembros, la entidad de liquidación debe contar con otras fuentes de financiación, tales como depósitos de los miembros, garantías líquidas, líneas de crédito bancario y la capacidad de recaudar más fondos de sus miembros en caso necesario. Obviamente, la capacidad de soportar perturbaciones financieras es crucial para el funcionamiento del sistema, pero también para alentar la participación y la confianza de sus miembros. En cierto sentido, la fuerza financiera de la entidad de liquidación puede tener la virtud de limitar los problemas antes de que lleguen a plantearse.

A la hora de contribuir al fondo de liquidación, se asignará a los miembros distintas cantidades en proporción al riesgo financiero que introduzcan en el sistema. Nor-

malmente, eso se determinará analizando el volumen histórico de liquidación en cada caso.

La garantía puede entrar en vigor tan pronto como se haya concluido satisfactoriamente el proceso de comprobación. En las operaciones cerradas, por ejemplo, la garantía podría existir desde el momento mismo de entrada de la operación en el sistema. Otras operaciones podrían quedar garantizadas tan pronto como cuadren, mientras que las operaciones con problemas se garantizarían desde el momento en que queden corregidas.

Un sistema de garantías debe extenderse también a las operaciones que, por cualquier motivo, no lleguen a liquidarse en la fecha estipulada, incluidos los casos de incumplimiento por parte de un miembro del sistema. Con el fin de preservar la integridad del mercado, el sistema de liquidación debe tener garantías dispuestas para esa eventualidad. De hecho, ésta puede ser la prueba real de la eficiencia y flexibilidad del sistema de liquidación.

Para solventar esos casos con eficiencia —con consecuencias financieras mínimas para la entidad y sus miembros— habrá que contar con procedimientos de actualización de precios, análisis de riesgos, seguimiento y dotación de garantías. Con la actualización de los precios, se puede circunscribir el riesgo a un solo día, porque el miembro que ha fallado en la entrega puede estar haciendo pagos diarios de actualización si la cotización del valor fluctúa. Al limitar el riesgo de ese modo, se puede alargar el plazo en el que las operaciones permanecen sin liquidar. Sin un procedimiento de puesta al precio de mercado, en cambio, habría que restringir sustancialmente ese plazo permitido.

#### **Anotación en cuenta frente a movimiento de títulos físicos**

En algunos mercados, no es posible liquidar una operación sin que cambie de manos el título físico que acredita la propiedad del valor. El mero transporte de los títulos de papel de una a otra de las partes contratantes puede ser una tarea lenta y engorrosa, además de cara y costosa en mano de obra.

Esos métodos de transferencia basados en el movimiento de papel añaden un nivel más de posibles dificultades al proceso de liquidación. No sólo hay que determinar, en esas circunstancias, quién debe qué a quién, sino que hay que localizar los títulos y disponerlos para su traslado en el momento preciso. (Cuando no hay entrega simultánea del efectivo y los valores, existe el riesgo de que una de las partes se vea perjudicada por la diferencia temporal. Si ambas entregas no se realizan simultáneamente, la parte que entrega primero corre el riesgo de que su contraparte no cumpla la transacción, o la retrase.)

Los responsables de establecer o modificar sistemas de liquidación deberían esforzarse por eliminar los flujos de papel hasta donde lo permitan las leyes y usos locales. Una alternativa a la desmaterialización es la inmovilización de los valores en un depósito.

Una vez hecho esto, la liquidación puede efectuarse por anotaciones en cuenta. En un sistema de anotaciones en cuenta no hay traslado de los títulos físicos; su transferencia de una a otra de las partes contratantes se verifica por medios electrónicos. Esto encierra una ventaja notable para todos los participantes, sobre todo para los que están ubicados a mayor distancia de la Bolsa o de la entidad depositaria. La creación de un sistema de anotación en cuenta hace mucho más fácil, y más atractiva, la participación de inversores internacionales en el mercado.

La anotación en cuenta facilita, asimismo, el establecimiento de un sistema real de entrega contra pago (ECP), sistema que recomendamos encarecidamente y que está tratado con mayor detalle en el capítulo cuatro. Cuando se transfieren los valores de una cuenta de depósito a otra, se hace la transferencia de efectivo simultáneamente, o al final del día.

La anotación en cuenta y la compensación pueden reducir sustancialmente el riesgo de incumplimiento de la entrega porque simplifican los procedimientos contables, pero ningún sistema podría eliminar por completo los problemas de liquidación. El préstamo de valores puede ser útil para resolver algunos de los fallos posteriores a la compensación.

#### **Préstamo de valores**

*Se recomienda la instauración, en 1990, del préstamo de valores como medio para lograr la liquidación definitiva.* Nótese que con esta recomendación ni se apoyan ni se condenan prácticas del mercado tales como la venta en descubierto o los diversos tipos de operaciones de arbitraje que crean una demanda de valores en préstamo. Las decisiones sobre esa materia son competencia de cada uno de los mercados.

Las autoridades de algunos mercados miran con gran desconfianza la práctica del préstamo de valores, pero ese recelo es subsanable. Atentamente supervisado, el préstamo de valores puede ser muy positivo para el proceso de liquidación. No debería permitirse, sin embargo, que elimine la obligación de un miembro para con un sistema de liquidación únicamente para establecer una obligación semejante en un entorno no centralizado.

El préstamo de valores es una manera de hacer frente a las situaciones de escasez en el momento de la liquidación. El prestatario que no dispone de los valores necesarios para cumplir sus obligaciones de liquidación ha de aportar una garantía para recibirlos en préstamo. Además de la garantía, el prestamista normalmente recibe alguna forma de remuneración por la utilización temporal de sus valores.

La importancia relativa del préstamo de valores varía mucho de unos mercados a otros. En algunos, se considera una actividad fundamental y muy beneficiosa, mientras que en otros apenas se practica, o incluso se prohíbe. El riesgo percibido de esta práctica y sus aspectos técnicos fiscales han sido los principales factores que han estorbado su crecimiento. En muchos países, la eli-

minación de trabas al préstamo de valores será un primer paso esencial, si hay restricciones reglamentarias o tratamientos fiscales especiales que lo imposibiliten o lo hagan excesivamente costoso para los participantes.

El aumento del número de prestatarios fortalece la liquidez global del sistema. En un entorno automatizado, la solicitud y concesión de préstamos pueden ser instantáneas, con lo que se evitarían fallos.

Debe haber ciertas salvaguardias explícitas para asegurar que el proceso se desarrolle sin tropiezos y minimizar el riesgo.

- La entidad de liquidación (o el DCV) debe limitar sus funciones a la de mediador.

- No debe hacer préstamos por cuenta propia, y debe ejercer una función de vigilancia sobre todas las operaciones de préstamo.

- El DCV puede prestar un servicio de actualización de precios.

- Las disposiciones legales y reglamentarias deben ser lo suficientemente claras como para que todas las partes implicadas entiendan sus obligaciones.

- Los mecanismos de préstamo de valores no deben estar limitados por fronteras geográficas, sino abiertos a su utilización por participantes tanto domésticos como extranjeros.

Con esta estructura operativa y un alto nivel de participación de prestatarios y prestamistas, el préstamo de valores puede fortalecer la liquidez global y hacer posible la afluencia de valores a las partes que los necesiten.

## Conclusión

Al igual que muchos otros aspectos de este informe, las sugerencias relativas a los sistemas de liquidación no se pueden valorar aisladamente. El desarrollo de sistemas eficientes de liquidación se postula sobre la base de la instauración eficaz de un sistema de comprobación rápida y fiable. El éxito final de un sistema de liquidación dependerá, a su vez, no sólo de la modalidad de compensación que escoja el mercado (aunque esto tenga una importancia innegable), sino también de la creación de una entidad de depósito altamente automatizada.

El objetivo de liquidación instantánea queda para el futuro, pero es importante reflexionar ahora sobre el alto grado de interdependencia que existe entre los componentes citados en cuanto se refiere al avance hacia ese objetivo.

Para muchos países, un paso clave para reducir el riesgo en la contratación y liquidación de valores será el

establecimiento de un sistema de liquidación efectivo. El desarrollo de un sistema de liquidación fiable reportará, además, el beneficio de facilitar la liquidación de las transacciones de valores en forma de entrega contra pago (ECP). Para minimizar el riesgo que a menudo implica la entrega, los sistemas de liquidación deberían estar unidos a sistemas de pagos finales. Cabe aplicar distintas técnicas para reducir la posibilidad de que, efectuada la entrega de los valores, el pago correspondiente llegue tarde o nunca; por ejemplo, disponer que la entrega de los valores se efectúe únicamente contra recibo de un cheque confirmado, o que esté de algún modo vinculada a un sistema de pagos, de suerte que entrega y pago se verifiquen simultáneamente.

La modalidad de compensación finalmente escogida debería funcionar en régimen de liquidación continua. Este es uno de los procesos más importantes para limitar el número de operaciones pendientes en cada momento y reducir sustancialmente el riesgo de precio. En algunos casos, no se han adoptado procedimientos de liquidación continua porque los sistemas contables, por no ser lo bastante precisos o rápidos, no lo permitían. La liquidación continua es ya un procedimiento normal en muchos de los principales mercados del mundo. Es fundamental que los países que aún no la practican pasen a hacerlo en plazo breve. Abreviar la demora entre la ejecución de las operaciones y su liquidación no sólo reduce el riesgo, sino que es un paso hacia la normalización de los plazos de liquidación a nivel mundial. Esa normalización facilitará la interconexión de los distintos sistemas de liquidación nacionales. La inversión internacional se verá también favorecida si el préstamo de valores se entiende como un aspecto importante del proceso de liquidación.

En mercados con alto volumen de contratación, puede estar indicado el procedimiento de liquidación neta continua (LNC). Pero hay alternativas a la LNC —por ejemplo, la compensación multilateral— que pueden ser más adecuadas para los mercados en los que el volumen de contratación es bajo. En un caso como en otro, es fundamental que todos los servicios de liquidación central, una vez establecidos, estudien la posible implantación de un sistema de compensación, con miras a minimizar el riesgo y acrecentar la eficiencia.

Es probable que la compensación, en una u otra de sus modalidades, sea conveniente para casi todos los mercados, sobre todo para aquellos en los que el volumen de contratación va en aumento. A la vista del crecimiento esperado de la contratación, particularmente en lo que se refiere a operaciones internacionales, la compensación puede ser un elemento importante para hacer frente a los problemas de liquidación de los mercados de valores de ámbito mundial.

**GRUPO DE LOS TREINTA.  
ESPAÑA: INFORME DE SITUACION  
Primavera de 1990**

**RESUMEN DE LOS NIVELES DE CUMPLIMIENTO DE  
LAS NUEVE RECOMENDACIONES DEL GRUPO DE  
LOS TREINTA EN LOS SISTEMAS DE LIQUIDACION  
ACTUALMENTE VIGENTES EN ESPAÑA**

---

*Recomendación 1: Comprobación de operaciones entre participantes directos en el mercado*

En todas las bolsas se emplea actualmente un sistema de cuadro de las operaciones entre participantes directos en el mercado.

Las transacciones deben ser presentadas por los participantes a la bolsa local, que procesa los datos hasta las cinco de la tarde del día de ejecución.

Tanto la comunicación como el cuadro son electrónicos y se procesan por lotes. Los datos de las operaciones se introducen en ordenador, y los resultados se publican también sobre papel.

Esos resultados se reciben antes de las nueve de la mañana de D + 1. Los participantes en el mercado pueden resolver electrónicamente sus discrepancias hasta las cinco de la tarde de D + 1 (el 80 por 100 de las transacciones no requieren corrección). Se inicia el proceso de lotes y los datos se consideran bloqueados. La Sociedad Rectora de la Bolsa comunica los resultados sobre papel a los miembros del mercado a las nueve de la mañana de D + 2, y automáticamente se inician los procesos de liquidación.

Excepcionalmente, las transacciones que contengan desgloses, errores u otras particularidades pueden ser comunicadas en D + 5, previa autorización de la Sociedad Rectora.

*Recomendación 2: Incorporación de los participantes indirectos en el sistema de comprobación de las operaciones*

Sólo se consideran participantes indirectos a las entidades de depósito.

Lo mismo que a los miembros directos del mercado (agencias y sociedades de valores), la Sociedad Rectora facilita los resultados de cuadro de las transacciones a las entidades depositarias ordenantes.

Las discrepancias o errores detectados se resuelven por conducto del miembro del mercado que actuó como intermediario, en la misma fecha establecida para el caso anterior.

Una vez bloqueados los datos, se inicia automáticamente el proceso de las liquidaciones que deberán efectuar las entidades depositarias.

No existe en la actualidad ningún sistema de comprobación para los otros participantes indirectos (es decir, para los inversores institucionales).

*Recomendación 3: El depósito central de valores*

No existe en España un depósito central de valores. Para las emisiones fungibles al portador existe, no obstante, una entidad central de registro, el llamado Servicio de Coordinación, donde se lleva un registro de los títulos físicos agrupados por sus entidades depositarias.

La Sociedad Rectora tiene un sistema de anotación en cuenta que moviliza las cuentas de cada entidad sin comprobación diaria del número de valores depositados ni de las transacciones.

Los títulos no están totalmente inmovilizados, ya que periódicamente se ajustan los saldos netos de cada entidad con cuenta en la Sociedad Rectora para las transacciones efectuadas durante el periodo.

*Recomendación 4: El sistema de compensación de operaciones*

Todas las operaciones efectuadas son presentadas por los participantes directos en el mercado a la Sociedad Rectora local en el día de ejecución.

El adeudo y abono de esas transacciones, una vez hecha la liquidación por el sistema correspondiente, se efectúan por compensación multilateral, en la que todas las operaciones se compensan —«netean»— en una posición final vendedora o compradora de cada participante con respecto al sistema.

La Sociedad Rectora procesa automáticamente por lotes los adeudos o abonos de las entidades.

Si un participante en el mercado no dispone de los fondos en efectivo necesarios para satisfacer los pagos diarios, su adeudo se prorratea entre los participantes en el mercado.

Por otra parte, se emplean garantías que aseguran que todas las operaciones comparadas o compensadas se liquiden según fueron comprobadas, aun en caso de incumplimiento de la contraparte.

Este sistema de compensación permite que los participantes en el mercado operen con niveles bajos de tesorería.

En la actualidad, no se dispone de un sistema de compensación para los valores nominativos; el sistema se utiliza únicamente para las acciones fungibles al portador.

*Recomendación 5: Entrega contra pago*

Los sistemas vigentes no cumplen el principio de entrega contra pago; entre las fechas de entrega y pago media un plazo más o menos largo, según el sistema de

liquidación empleado y la clase de operación (compra o venta).

Por otra parte, entre los miembros del mercado, depositarios e inversores, existen acuerdos bilaterales, fuera de las condiciones que ofrece el propio sistema.

Aunque no se efectúa en la fecha de entrega, la compensación de efectivo es multilateral para los participantes, tanto directos como indirectos (bancos), y se lleva a cabo a través del banco emisor.

#### *Recomendación 6: Convenio de valor «mismo día»*

Todos los adeudos y abonos se imputan a la cuenta de cada miembro del mercado o depositario en el banco emisor, conforme al convenio de valor «mismo día».

Actualmente, se emplea un sistema sobre soporte de papel para las sociedades y agencias (cheques del banco emisor), pero las depositarias están en conexión electrónica con el banco emisor; todas ellas, sin embargo, tienen la misma disponibilidad. Los fondos deben estar en el banco emisor desde las cero horas del día de pago.

No hay límite al saldo deudor de una cuenta, pero el titular recibe una notificación especial cuando dicho saldo excede de 5.000 millones de pesetas.

#### *Recomendación 7: «Liquidación continua»*

Las normas de liquidación vigentes son distintas para las diferentes clases de valores:

- Acciones y obligaciones al portador:

Cada período semanal de contratación tiene una fecha fija de liquidación al viernes siguiente. El plazo normal oscila entre cinco y nueve días hábiles.

- Acciones nominativas:

Las ventas se liquidan cinco días hábiles después de la entrega del valor por el vendedor en el departamento de liquidación. El plazo medio de liquidación para las compras de los valores más negociados oscila entre catorce y dieciséis días.

Las operaciones fallidas (ventas) pasan a la recompra si no son liquidadas en un plazo de cuatro semanas a partir de la fecha de contratación.

El vendedor paga un 3 por 100 del importe de la venta en concepto de penalización.

La Sociedad Rectora es la encargada de administrar todo el proceso. No se aplican medidas de actualización del precio a las compras o ventas no liquidadas.

#### *Recomendación 8*

No se ha aplicado hasta el momento.

#### *Recomendación 9*

No se ha aplicado hasta el momento.

## **EL NUEVO PROYECTO ESPAÑOL DE COMPENSACION Y LIQUIDACION**

La Ley española del Mercado de Valores de 28 de julio de 1988 dispone, en su artículo 54, lo siguiente:

«Se constituirá una sociedad anónima que, con la denominación de Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, tendrá por funciones:

a) Llevar el registro contable correspondiente a valores admitidos a negociación en las Bolsas de Valores y representados por medio de anotaciones en cuenta.

b) Gestionar, en exclusiva, la compensación de valores y de efectivo derivada de la negociación en las Bolsas de Valores.

El Gobierno queda facultado para regular el régimen de funcionamiento de dicha sociedad, así como los servicios prestados por la misma.»

A este respecto, existe total acuerdo entre las bolsas y las entidades depositarias para instaurar un sistema de compensación y liquidación plenamente automatizado, que suprima todos los títulos materializados en soporte papel y asegure la entrega contra pago cinco días después de la contratación.

Para lograr ese objetivo principal, se han acordado también las nueve normas siguientes:

1. Los valores admitidos a negociación se desmaterializarán al 100 por 100.

2. Se mantendrán las referencias técnicas para todas las clases de valores negociados en las bolsas.

3. Se introducirán procedimientos de préstamo de valores como manera de asegurar la entrega en la fecha de liquidación.

4. Cada cuenta diaria de contratación se cerrará antes de la apertura del mercado al día siguiente.

5. La liquidación periódica será sustituida por la compensación diaria en régimen de liquidación continua.

6. Los sistemas de comunicaciones entre las bolsas, sus miembros y los miembros de la entidad de compensación serán electrónicos al 100 por 100.

7. Los operadores en el mercado estarán obligados a aportar garantías para reducir los riesgos de sistema.

8. El pago de todas las transacciones se hará a través de cuentas abiertas en el Banco de España.

9. Las entidades de custodia deberán adaptar sus sistemas a estas normas para ser miembros de la sociedad de compensación.

#### *1. Desmaterialización*

A tenor de lo dispuesto por la Ley española del Mercado de Valores en su artículo 5 y su disposición transitoria décima, es posible evolucionar hacia un modelo en el que los valores negociables en bolsa sean representados básicamente mediante anotaciones en cuenta.

Para ser admitidas a negociación en un mercado secundario oficial, las acciones u obligaciones deberán ser realmente representadas por anotaciones en cuenta, ya sean valores al portador o nominativos. Tan pronto como dichos valores estén representados por anotaciones en cuenta, los títulos que los acreditan serán amortizados a todos los efectos.

## 2. *Generalización del concepto de referencias técnicas*

Se mantendrá el concepto actual de referencias técnicas como dato de identificación de las operaciones en las anotaciones en cuenta, y como elemento de control del sistema.

En los valores nominativos, dicha referencia será también la que conste en los registros de accionistas de la sociedad emisora.

Para acomodarla al nuevo régimen de anotaciones en cuenta y a su registro contable será necesario cambiar su denominación por la de «referencia de registro».

Las referencias de registro se crearán como transformación de las anteriores referencias técnicas para asegurar la transición del sistema. De todos modos, durante el proceso de desarrollo técnico del nuevo sistema propuesto se estudiará la posibilidad de simplificación, con miras a poder agrupar las referencias técnicas por cada tenedor y valor y facilitar su manejo.

Estas referencias de registro deberán constar en la documentación acreditativa que los miembros del mercado estén obligados a presentar para cada operación.

## 3. *Instauración del préstamo de valores*

La propuesta de instauración del préstamo de valores tiene como finalidad la de asegurar al comprador, por cuenta del Servicio de Compensación y Liquidación, que los valores adquiridos le sean entregados en la fecha de liquidación.

Las otras alternativas que podrían plantearse para conseguir ese objetivo encierran inconvenientes muy considerables:

a) Proceder a la recompra de los valores en caso de no producirse su justificación en la fecha de salida.

Este procedimiento supondría una sanción muy severa en el caso de que la falta de justificación fuera debida a problemas administrativos.

b) Ampliar el plazo de justificación.

En el momento de la entrega al comprador sin cancelación de la posición vendedora se produce una inflación de valores.

El proceso se iniciará en el caso de notificación de la no ejecución con la presentación al límite de plazo de las referencias de registro correspondientes a todas las operaciones no justificadas.

**Prestamista:** Cualquier miembro de la sociedad de compensación, por cuenta propia o de un cliente, si dispone para ello de la autorización de éste.

**Prestatario:** El Servicio de Compensación y Liquidación (SCLV) para su entrega al comprador. El comprador recibe en firme y no conoce la procedencia de sus valores.

**Duración:** Por determinar. Deberá ser breve y normalizada.

**Remuneración:** Referida a los precios monetarios del mercado.

**Garantía:** Depósito diario de efectivo por las diferencias de valoración con el precio de mercado (sistema de márgenes).

**Reembolso:** Con los valores entregados por el vendedor, o los que se recompren, aplicando los fondos depositados por el comprador más el depósito obtenido en garantía.

## 4. *Cierre de la cuenta diaria de contratación antes de la apertura del mercado al día siguiente*

El volumen de contratación final debe ser cuadrado entre los miembros del mercado antes de la apertura del mercado al día siguiente. De la misma manera, sería conveniente que en ese cuadro participara la institución de custodia responsable de la liquidación.

Ese objetivo implica limitar el proceso de correcciones a la misma fecha de contratación, aunque el desglose de la contratación por operaciones individuales pueda retrasarse al máximo hasta el momento en que haya que proceder a la asignación de las referencias de registro y de las ventas.

La comunicación del desglose se hará con el único fin de posibilitar la asignación y justificación de las referencias de registro en cada una de las operaciones, pero no debe incluir realmente el nombre de los tenedores tratándose de valores al portador, porque la responsabilidad de presentar la documentación justificativa de la operación y enviarla a los tenedores corresponde a la entidad miembro y no a la bolsa ni al Servicio de Compensación y Liquidación.

## 5. *Liquidación continua*

Por cada día de contratación en la bolsa habrá una sesión de compensación y liquidación. En cada una de esas sesiones se compensará lo correspondiente a un sólo día de contratación.

Con este procedimiento se reducirán los riesgos de sistema del régimen actual (liquidación en fechas fijas).

Además, se conseguirá una mejor identificación entre los volúmenes de contratación y las liquidaciones diarias, lo cual facilitará también el proceso de vigilancia del mercado.

El Servicio de Compensación y Liquidación elaborará un único calendario anual de liquidación para todas las bolsas, en el que se tendrán en cuenta todas las festividades nacionales y locales.

6. *Sistemas de comunicaciones entre las bolsas, sus miembros y las entidades depositarias*

Se creará un sistema nuevo de comunicaciones que enlace electrónicamente entre sí las cuatro bolsas y el Servicio de Compensación y Liquidación con todos los miembros del mercado y entidades de depósito.

Analizando las necesidades y requisitos que este nuevo modelo de comunicaciones electrónicas debería satisfacer, se estudiará, entre otras alternativas, la posibilidad de utilizar la red SITO, que funciona actualmente para comunicar entre sí las entidades bancarias, y en la que también participa el Banco de España.

7. *Salvaguardias de la integridad financiera del mercado*

El Servicio de Compensación y Liquidación asegurará al comprador la entrega de los valores adquiridos, y al vendedor la recepción del saldo en efectivo, en la fecha de liquidación acordada, interponiéndose entre las partes contratantes para eliminar el conocido «riesgo de contrapartida».

Conforme a lo dispuesto por la Ley española del Mercado de Valores (art. 54), el Servicio de Compensación y Liquidación no puede asumir ningún riesgo con las partes contratantes. Para reconciliar la función de garantía del mercado con la obligación de no asumir riesgos con los operadores, éstos deberán aportar garantías para reducir los riesgos de sistema. En la actualidad, todos los miembros del mercado aportan ya tales garantías.

La garantía de cada participante se calcula trimestralmente en función de su actividad en el mercado durante el último período.

8. *Las operaciones de compensación se efectuarán a través de cuentas abiertas en el Banco de España*

Las operaciones de compensación a que dé lugar la liquidación de las transacciones de valores se efectuarán a través de la cuenta que cada una de las partes tendrá abierta en el Banco de España.

El SCLV será el responsable de informar al Banco de España de los adeudos que resulten de la cuenta de liquidación de cada miembro.

Para conseguir la neutralidad financiera del sistema y el tratamiento equivalente de todos los miembros de la bolsa, los adeudos y abonos anotados en tales cuentas por ese concepto deberán tener todos la misma fecha valor y ser efectivos en el mismo día en todas las sucursales del Banco de España en las plazas bursátiles.

9. *Mejora en las entidades de custodia que mantienen saldos de valores por cuenta de inversores*

Para lograr los objetivos de plazos que requiere el nuevo sistema (liquidación en un plazo de cinco días), será necesario que las sociedades emisoras o las entidades de custodia utilicen sistemas informáticos avanzados que cumplan las siguientes condiciones:

- Transferencia de una cuenta de depósito a otra en el día (veinticuatro horas).
- Justificación de las ventas (presentación de las referencias de registro) en D + 3.
- Comunicación de todas las informaciones por transmisión electrónica.
- Actualización de los libros de accionistas (en el caso de acciones nominativas) y presentación de los derechos a primera hora de D + 4.

Las ventas rechazadas por el emisor (únicamente en el caso de acciones nominativas) quedarán pendientes de liquidación para el vendedor hasta su esclarecimiento. El SCLV liquidará la operación con el comprador tomando valores en préstamo.

Si una entidad no cumpliera estos requisitos, deberá renunciar a ser miembro de la sociedad de liquidación, o confiar la llevanza de su libro de accionistas (únicamente en el caso de acciones nominativas) al propio SCLV o a cualquier otro de sus miembros, según las circunstancias.

## **NUESTRA PREOCUPACION FUNDAMENTAL**

La comunicación de instrucciones de liquidación y depósito por los intermediarios extranjeros a los miembros de la bolsa española no es, en muchos casos, lo bastante eficiente para garantizar con la suficiente fiabilidad que en los días anteriores a D + 5 se lleven a cabo todas las transacciones necesarias previas a la liquidación.

De hecho, los agentes extranjeros no comunican toda la información que se requiere para la liquidación hasta la tarde de D + 1. Por lo tanto, no es posible cerrar las operaciones de un día en D entre los miembros del servicio de compensación o depositarios.

En resumen, para adaptar los sistemas de liquidación españoles a las normas recomendadas por el Grupo de los Treinta, habría que ir aplicándolas de forma gradual, teniendo en cuenta que los inversores, agentes y custodios extranjeros deben mejorar los plazos de presentación de la información requerida para liquidar las operaciones.

**GRUPO DE LOS TREINTA  
ESPAÑA: INFORME DE SITUACION  
Finales de 1990**

**1. LA ORGANIZACION DE LA PUESTA  
EN PRACTICA**

---

Antes de entrar en detalles de la situación actual y futura de la liquidación en España, existen diversas cuestiones sobre la estructura del mercado, legislación y proyectos que tienen que ser presentadas para ofrecer una visión global coherente, con la cual posteriores aclaraciones puedan ser fácilmente relacionadas y mejor comprendidas.

Existen cuatro bolsas de valores en España (Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia), siendo la Bolsa de Madrid el principal mercado, con una cuota próxima al 85 por 100. El mercado español está actualmente en un proceso de renovación iniciado el 28 de julio de 1988 con la publicación de la Ley española del Mercado de Valores. Desde ese momento, 58 sociedades, clasificadas en dos categorías, sociedades y agencias de valores (*brokers* y *dealers*), han sido registradas como participantes directos en el mercado. Uno de los principales resultados de esta Ley ha sido la creación de la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores), una institución dependiente del Gobierno responsable de la legislación, organización y supervisión del mercado de valores.

Actualmente, cada una de las cuatro bolsas de valores españolas es responsable de la liquidación de todas las operaciones realizadas a través de ellas sobre los principales valores españoles admitidos a negociación. Sin embargo, los cuatro sistemas de liquidación han sido desarrollados cooperativamente y con las mismas normas y procedimientos, de tal manera que todos ellos cumplen con los dos principales métodos de liquidación: uno para las acciones nominativas y otro para las acciones al portador.

La Ley del Mercado de Valores, del 28 de julio de 1988, estableció el siguiente compromiso en relación con los procedimientos de liquidación del mercado:

«Se constituirá una sociedad anónima que, con la denominación de Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, tendrá por funciones:

a) Llevar el registro contable correspondiente a valores admitidos a negociación en las bolsas de valores y representados por medio de anotaciones en cuenta.

b) Gestionar en exclusiva la compensación de valores y de efectivo derivadas de las operaciones en las bolsas de valores.

El Gobierno quedará facultado para regular el régimen de funcionamiento de dicha sociedad, así como los servicios prestados por la misma.»

Desde entonces se ha constituido una Comisión Técnica Asesora, dirigida por la CNMV, en la que participan representantes de los cuatro mercados de valores y de las asociaciones de los bancos comerciales y de las cajas de ahorro. Esta comisión ha trabajado hasta el presente en la definición del futuro sistema español de liquidación, que será gestionado por la sociedad previamente mencionada establecida por Ley. Este futuro sistema está siendo diseñado para cumplir con las recomendaciones del Grupo de los Treinta (G30) en la forma que se explicará más adelante. El nuevo sistema tendrá dos características singulares: primero, será el único sistema responsable de la liquidación y registro de valores en anotaciones en cuenta para las cuatro bolsas de valores, y segundo, tratará todo tipo de valores cotizados, con pequeñas diferencias entre los procedimientos para las acciones nominativas o para las acciones al portador. No es preciso decir que se ha establecido un compromiso general entre todos los miembros de la Comisión para que el sistema sea totalmente informatizado.

Se ha organizado un equipo de proyecto para dirigir el diseño y desarrollo del nuevo sistema. El director de este equipo informa periódicamente a la Comisión Técnica Asesora.

A nuestro juicio, la evolución desde la situación actual hacia el objetivo final ha sido bastante clara, ya que los procedimientos actuales han evolucionado de forma muy cercana hacia algunas de las metas finales. Como consecuencia de nuestros planes, esperamos tener un nuevo sistema de liquidación que disponga de las siguientes características: cuadro de las operaciones en el mismo día de la negociación, entrega contra pago, fondos en el mismo día, desmaterialización, mecanismos de concesión y de toma de préstamos de valores y liquidación continua el día T + 5. La sociedad que estará a cargo del funcionamiento de la liquidación y registro en anotaciones en cuenta (Servicio de Compensación y Liquidación; SCL) se creará a comienzos de 1992, y se espera que se haga cargo de los actuales activos de liquidación poseídos por las cuatro bolsas de valores, con objeto de facilitar un suave cambio a partir de la situación actual.

Como ya se ha mencionado, nuestros sistemas actuales de liquidación distinguen entre dos diferentes procedimientos, que se aplican respectivamente a las acciones nominativas y a las acciones al portador. Aunque continuarán existiendo los dos diferentes tipos de acciones, el proyecto ahora iniciado unificará los métodos de tratamiento que se utilizan en cada uno de ellos. Por ese camino se alcanzará un procedimiento general a partir del cual será mucho más fácil el cambio definitivo hacia la etapa final de registro de anotaciones en cuenta. Para lograr una mayor claridad, y considerando que nuestros planes prevén la terminación de la conversión desde el procedimiento de acciones nominativas a acciones al portador durante febrero de 1991, en las próximas secciones describiremos el actual sistema de acciones al portador, que ha sido recientemente adaptado para soportar ambos tipos de acciones.

## 2. REALIZACION: PROGRESO Y PLANES

### A) El período de liquidación

Actualmente se trabaja con períodos de liquidación semanales, en los cuales las operaciones de cada semana se liquidan el viernes de la siguiente. Así, cada operación se liquida en un período que oscila entre cinco y nueve días laborables. Las ventas fallidas se mantienen durante un máximo de dos semanas más, siendo comprados los valores a terceros por la bolsa de valores cuando los títulos no han sido presentados durante ese tiempo. Un 3 por 100 del importe total de la venta se carga al vendedor como una penalización. A estas ventas fallidas no se aplica ningún mecanismo de referencia de mercado, las cuales, por tanto, sólo mantienen los fondos retenidos como garantía subsidiaria de la operación de venta.

Actualmente existen en el mercado español dos sistemas de negociación: uno completamente electrónico, que se basa en el programa CATS, que se aplica a cerca del 90 por 100 de la negociación total, y un segundo basado en los tradicionales corros abiertos. Todas las operaciones realizadas a través del CATS se consideran casadas entre los participantes directos en el mismo día, mientras el resto de las operaciones se comunican y casan en sistemas duales de comparación utilizados por las cuatro bolsas de valores durante los días T y T + 1.

Los únicos participantes indirectos del mercado reconocidos por los sistemas de liquidación son las instituciones financieras (bancos depositarios), que se consideran agentes operativos y, por tanto, cualificados para liquidar transacciones de valores y de efectivo. En el sistema actual, los participantes directos del mercado pueden reunir sus órdenes e introducirlas agrupadas en el mercado. Más tarde, en un proceso posterior a la negociación, que se denomina «desglose», cada participante directo del mercado realiza la distribución de sus operaciones verificadas entre los agentes de la liquidación. Nuestro sistema está diseñado para recibir el desglose de las transacciones desde los miembros del mercado a los agentes de la liquidación durante los días T y T + 1 y para comunicarles estos detalles, permitiéndoles aceptar o rechazar las operaciones, aunque cualquier corrección debe ser siempre introducida en el sistema a través de la sociedad o agencia de valores que ha actuado como intermediario.

Una vez que el sistema ha generado una lista de las operaciones asociadas con cada agente de la liquidación, se resumen todos los saldos de venta y de compra en una posición global y multilateral, larga o corta, de cada participante con cada una de las cuatro bolsas de valores. Con este esquema de compensación, los riesgos entre participantes se transfieren a cada una de las cuatro bolsas de valores, que a su vez asumen el papel de contrapartida central y de garantes de las operaciones. La principal implicación de esto último es la manera en que las bolsas de valores actúan en el caso de una operación fallida, ya que no pueden deshacer las tran-

sacciones de otros participantes directos. Por ello, las ventas fallidas tienen que ser compradas a terceros por las bolsas de valores, y cada participante directo está obligado a depositar una garantía como protección contra compras potencialmente fallidas.

No existe actualmente en España un depositario central de valores. Los bancos depositarios actúan como instituciones de depósito. El saldo de cada clase de valor que mantiene cada depositario es registrado electrónicamente por cada una de las cuatro bolsas de valores de una forma muy similar al sistema de registro por anotaciones en cuenta. Los bancos depositarios mantienen los certificados físicos, que sólo se intercambian una vez cada seis meses, de acuerdo con los últimos saldos registrados. Consecuentemente, podemos concluir que el mercado español de títulos, tanto al portador como nominativos, está ya operando en una etapa muy próxima a la de inmovilización de los certificados de papel, dado que no es preciso mover éstos cada vez que se realiza una operación. Para controlar y resolver cualquier discrepancia entre los saldos registrados en las bolsas de valores y aquellos supuestos por los bancos depositarios, se realiza una comprobación periódica de dichos registros para cada tipo de valor.

Actualmente no existe procedimiento alguno de préstamos de valores entre participantes.

Las características más importantes del futuro sistema de liquidación y registro por anotaciones en cuenta son las siguientes:

- Nos hemos comprometido a cambiar el período semanal de liquidación por un sistema continuo normalizado, dirigido a lograr un período de liquidación de T + 5.

- Hemos decidido mejorar nuestro actual sistema de confirmación unilateral por los participantes indirectos, para permitir a las sociedades y agencias de valores asignar las transacciones a los participantes o miembros del sistema de compensación y para permitir a estos últimos aceptar o rechazar las operaciones durante los tres días siguientes. A este respecto, deseamos subrayar nuestro convencimiento de que la restricción del proceso de asignación y confirmación a sólo el día T + 1 puede ser un importante condicionamiento, especialmente en las operaciones con los inversores extranjeros, en las que las sociedades y agencias de valores conocen los correspondientes participantes en las compensaciones con un cierto retraso.

- Nos proponemos también avanzar hacia la desmaterialización de las acciones mediante la creación de un Servicio de Compensación y Liquidación (SCL). El sistema de anotaciones en cuenta ha sido diseñado en dos niveles. En el primero, el SCL mantendrá los registros de los saldos de valores de los participantes o miembros del sistema de compensación, mientras que en el segundo nivel los participantes mantendrán los registros de los saldos de sus clientes. La propiedad de los valores se basará en los registros electrónicos mantenidos por el SCL conjuntamente con los de cada participante en el sistema de compensación.

- Por último, esperamos establecer un sistema de préstamos para evitar operaciones fallidas el día de la liquidación. Hemos diseñado un mecanismo de préstamos donde el SCL jugará el papel de ser el único prestatario de los valores y con ello la contrapartida de todos los préstamos ofrecidos por las instituciones prestamistas. Los participantes que necesiten acciones para cubrir sus ventas fallidas no se convertirán en prestatarios, y de esta manera el riesgo de los prestamistas es mucho menor. Con este método, el SCL será responsable de la compra de las necesarias acciones en el mercado, caso de que las operaciones se consideren definitivamente fallidas, de manera que los títulos que fueron tomados en préstamo puedan ser devueltos a los prestamistas.

No existe demasiada preocupación sobre el impacto que el sistema pueda tener sobre los inversores al por menor, por dos razones: primera, porque los participantes en el mercado están ya liquidando los efectivos implicados con los inversores de una forma continua, en muchos casos sobre la base de T + 5, y segunda, porque los inversores finales raramente reciben ahora los certificados físicos, ya que éstos se depositan en los bancos depositarios.

Como conclusión, deseamos manifestar que nuestra principal preocupación se refiere a los requisitos descritos, especialmente los que atañen a los inversores extranjeros.

Los miembros del mercado (sociedades y agencias) necesitan conocer y comunicar la información a los inversores finales antes de la liquidación, incluyendo tanto su propia identificación como la de los participantes en la compensación, a través de los cuales se llevará a cabo la liquidación. Como esta información fluye con bastante lentitud entre los diferentes implicados en las operaciones con participantes exteriores, nos preguntamos si éstas serán compatibles con el objetivo de avanzar hacia la realización de las liquidaciones el día T + 3 o incluso el T + 5. Creemos que esta preocupación no es exclusivamente nuestra, y por ello confiamos en estudiar las soluciones y prácticas aplicadas en otros países.

## **B) Entrega contra pago de fondos en el mismo día**

En nuestra situación actual, la recomendación de entrega contra pago es escasamente aplicable, ya que nuestros certificados de papel son todavía representativos de la propiedad de las acciones, y su transmisión entre los participantes sólo ocurre una vez cada seis meses, para ajustar los depósitos basados en dicho papel a los saldos electrónicos mantenidos en las bolsas de valores.

Sin embargo, la puesta al día de los registros electrónicos si se realiza cada vez que tiene lugar la liquidación de una operación, y creemos que esta realidad alinea nuestro sistema con la recomendación de entrega contra pago. Más aún, la liquidación de los fondos es gestionada por las mismas bolsas de valores, que someten una lista al banco central (Banco de España) con todos los débitos y créditos netos para que sean cargados o abonados en las cuentas de efectivo de los participantes en

el mismo día de la liquidación. Esta última característica proporciona los medios necesarios para cumplir con la recomendación de transferencia de efectivo en el mismo día.

Como conclusión, creemos que nuestro sistema actual puede ser considerado como relativamente bien ajustado a esas dos recomendaciones, aunque aceptamos que el cumplimiento total de la norma de entrega contra pago necesariamente requerirá la puesta en práctica de un sistema completo de registro en anotaciones en cuenta, conjuntamente con todas sus implicaciones legales. Este es precisamente el objetivo al cual nos dirigimos con nuestro futuro sistema.

## **C) Implicaciones técnicas**

A nuestro juicio, la puesta en práctica de las recomendaciones del Grupo de los Treinta afecta de manera muy destacada los aspectos internacionales de la liquidación, alcanzando dos importantes objetivos generales, como son la reducción del riesgo y una mayor eficiencia para todos los participantes en un mercado. No obstante, también creemos que el logro de estas recomendaciones funcionales tiene que estar necesariamente asociado con el reconocimiento y realización de los medios tecnológicos precisos para facilitar el cumplimiento de los objetivos comerciales, así como el apalancamiento o incremento de los beneficios.

Las implicaciones técnicas que consideramos más notables y que, por ello, estamos comprometidos a incorporar dentro de nuestro proyecto, son las siguientes:

*Centralización de la información.*—Estamos totalmente convencidos de que la evolución hacia un sistema de registro por anotaciones en cuenta, donde la propiedad de las acciones está legalmente basada en registros electrónicos —que, por consiguiente, deben ser fuertemente controlados—, junto con la eficiencia que requiere la recomendación del día T + 3, implica la necesidad de centralizar la información en un sistema informatizado.

*Interconexión.*—Un sistema electrónico orientado a la liquidación el día T + 3 o T + 5 tiene que estar basado en una infraestructura de red donde la transmisión de la información pueda realizarse por medios electrónicos, eliminando así toda entrega física de papel o incluso de cintas de ordenador. Contemplamos la realización de tal red como un paso esencial hacia la creación de nuestro nuevo sistema de liquidación.

*Acceso en tiempo real a determinada información.*—Para acelerar los procesos de liquidación y avanzar hacia un procedimiento continuo en el cual están abiertos simultáneamente cinco procesos de liquidación diferentes, correspondientes a otros tantos días de negociación, los participantes necesitan mantener el control de sus transacciones y pagos. Con este fin, tiene que facilitarse un sistema de acceso en tiempo real a través de pantallas conectadas que ayude a los usuarios del sistema a supervisar la información relativa a la situación de las liquidaciones de sus operaciones.

*Flexibilidad.*—Hemos llegado también a la conclusión de que cualquier sistema de liquidación debe ser lo su-

ficientemente flexible como para reducir lo más posible el trabajo de los participantes, evitando así los usuales costes extras que surgen en sus organizaciones cuando se ven obligados a adaptarse a calendarios muy concretos, protocolos de comunicaciones o procedimientos de información. Actualmente nos dirigimos a incorporar dentro de nuestro futuro sistema diferentes opciones para la conexión de los usuarios de los ordenadores, para la transmisión de datos en tiempo real o por lotes y para soportar horarios de tiempo flexibles para la comunicación de ciertos tipos de operaciones.

*Fiabilidad.*—Una de las más importantes características técnicas que deben tenerse en cuenta en la planificación de un nuevo sistema de liquidación a través de registros en anotaciones en cuenta es la fiabilidad. Para alcanzar este objetivo deben considerarse dos puntos principales: el reconocimiento dual de la información y la previsión de los sistemas de respaldo para algunos recursos, tales como el suministro de energía al ordenador central o a los enlaces de comunicación.

#### D) El sistema de identificación ISIN

En lo que respecta a la Recomendación 9, en abril de 1990 el Banco de España transfirió la responsabilidad de la Agencia de Numeración Nacional a la CNMV.

La Agencia de Numeración Nacional española (ANN) ha asignado ya números ISIN (números internacionales de identificación de valores) a 14.000 valores (3.500 cotizados en los mercados oficiales). La CNMV, al igual que el Banco de España y otras entidades oficiales, está apoyando el uso de los números ISIN al requerirlos en cada intercambio de información asociada con los valores. Sin embargo, en las transacciones domésticas, el número de identificación nacional de ocho dígitos está siendo utilizado en paralelo con el ISIN, y no existen todavía planes para una completa sustitución de esta identificación doméstica.

La Agencia de Numeración Española mantiene una base de datos con los números nacionales e internacionales ISIN. Mensualmente, la CNMV envía información actualizada a todas las bolsas de valores españolas y entidades depositarias. Cada seis meses, la CNMV publica un directorio con los números ISIN de todos los valores cotizados, que se distribuye a todas las ANN extranjeras además de las entidades nacionales. Este directorio está también disponible sobre disquete de ordenador.

### 3. EL ESFUERZO DE COMUNICACION

Como se ha indicado anteriormente, todos los esfuerzos dedicados a la definición y planificación del nuevo sistema de liquidación han sido dirigidos por una comisión técnica en la que están representados los bancos españoles y los miembros del mercado (a través de los delegados de las bolsas de valores). Esto ha facilitado la comunicación con todos los futuros participantes, y,

más aún, éstos han tenido la oportunidad de exponer sus peticiones y de influir en el proyecto.

En vista del grado de participación en el proyecto que algunas entidades han alcanzado a través de esta comisión, no esperamos que surjan dificultades al efectuar la transición desde las prácticas de los participantes a las del nuevo sistema, ya que el sistema actual ha situado a aquéllas en un nivel muy próximo al de las metas finales. Los participantes españoles ya no necesitan tratar con frecuentes movimientos de papeles, y se han acostumbrado a los registros electrónicos de los saldos de valores. Actualmente también aseguramos el pago en efectivo en el mismo día, a través de una conexión con el banco central, lo que a su vez facilita la entrega contra pago.

Por otra parte, todavía tenemos que crear la sociedad que se hará cargo del SCL, lograr la liquidación continua el día T + 5, poner en marcha la desmaterialización definitiva de las acciones y establecer el procedimiento de préstamo de valores. Para hacer todo esto nos hemos esforzado en suministrar suficiente información a todos los participantes a través de sus representantes en la comisión técnica y en diseñar un plan de transformación que introducirá los cambios necesarios paso a paso.

### 4. SITUACION PREVISTA PARA FINALES DE 1992

Como resultado de nuestros planes, a finales de 1992 deberemos estar trabajando en las siguientes condiciones:

- El Servicio de Compensación y Liquidación deberá estar formado para hacerse cargo de la liquidación de los valores y de los pagos de fondos, así como para mantener un registro actualizado de todas las anotaciones en cuenta asociadas con los valores cotizados en las cuatro bolsas de valores españolas. Los valores ya deberán estar desmaterializados.
- La compensación de las operaciones entre los participantes directos tendrá lugar durante el mismo día de la operación, alimentando al sistema de liquidación con datos cerrados durante la noche del día T. Habrá un subsistema de confirmación para permitir a los participantes directos asignar las operaciones a los miembros de la compensación y para permitir a éstos aceptarlas o rechazarlas durante los días T + 1 a T + 4.
- La liquidación se hará de manera continua el día T + 5. El objetivo T + 3 será estudiado, pero es improbable que se pueda alcanzar para entonces.
- La entrega contra pago con la asignación de fondos en el mismo día estará funcionando. Creemos que nuestro sistema actual está ya muy próximo a esta situación.
- Finalmente, los préstamos de valores se autorizarán y fomentarán a través de un mecanismo electrónico que tomará a préstamo acciones por cuenta de la sociedad del SCL y compensará las ventas fallidas en el día de la liquidación, para acelerar y garantizar la liquidación de la transacción.

## RELIT: EL NUEVO SISTEMA DE COMPENSACION Y LIQUIDACION DE LA BOLSA DE PARIS

Mayo 1991

### 1. LIQUIDACION DE LAS OPERACIONES DE VALORES EN LA BOLSA DE PARIS: NECESIDAD DE UN CAMBIO

---

Con los procedimientos de compensación y liquidación actualmente utilizados en Francia, cada operación de negociación de valores pone en funcionamiento una cadena de acuerdos que conduce, finalmente, al intercambio de títulos y efectivo entre el comprador y el vendedor. Las partes afectadas pueden ser los bancos, las entidades miembros de la bolsa, SICOVAM o el Banco de Francia.

Un estudio realizado en octubre de 1986 puso de manifiesto un cierto número de puntos débiles en el sistema vigente, que las autoridades francesas se dispusieron a remediar.

En esencia, aunque la liquidación final de la Bolsa de París estaba adecuadamente asegurada por los participantes del mercado, las operaciones de soporte administrativo se encontraban sometidas a grandes tensiones debido a los crecientes volúmenes de negociación. Esto situaba a París en una desventaja competitiva frente a los principales mercados mundiales y hacía muy poco en favor de la imagen de su bolsa ante los inversores internacionales. La solución residía en una drástica reforma de los procedimientos de compensación y liquidación, una reforma que está entrando en su etapa final.

### 2. REFORMAS DEL MERCADO: LA CONCERTACION RINDE SUS FRUTOS

---

En los últimos años, la Bolsa de París ha demostrado su capacidad para enfrentarse a nuevos desafíos, comenzando por las propias estructuras del mercado. Las funciones del día a día de éste están actualmente colocadas bajo la responsabilidad de la Sociedad de Bolsas Francesas (SBF), con el Consejo de Bolsas de Valores (CBV) actuando como la autoridad supervisora y reguladora del mercado. Las agencias y sociedades de valores han sido autorizadas a expandir su campo de actuación y sus bases financieras a través de su asociación con socios exteriores, y el sistema de comisiones anteriormente vigente ha sido abolido.

Por la misma razón, las operaciones de relación con el público han sido remodeladas para adecuarse a la rápida expansión del mercado francés de capitales. Las innovaciones claves al respecto incluyen la introducción del sistema de negociación por ordenador CAC, la difusión en tiempo real de los datos del mercado a los usuarios y la apertura de los nuevos mercados Matif y Monep, especializados en futuros y opciones financieros.

Pero para seguir siendo competitivos es preciso algo más que una moderna oficina de gestión o de relación con el público: los procesos de soporte administrativo requieren la misma atención si se quiere procesar rápida y económicamente los crecientes volúmenes de contratación. Las autoridades de la Bolsa de París comenzaron a desmaterializar los valores mobiliarios en 1983 y continuaron con la creación de títulos identificables al portador en junio de 1987. Todavía más importante en el éxito de la acción de la bolsa para acrecentar su posición competitiva en Europa fue la creación de un nuevo sistema de compensación y liquidación, llamado RELIT (del francés *Règlement-Livraison*, o liquidación/entrega), sobre el que se empezó a trabajar en 1987.

### 3. UN NUEVO PROYECTO DE COMPENSACION Y LIQUIDACION: NECESIDADES Y OBJETIVOS

---

En el caso de RELIT, las simientes fueron sembradas a principios de 1986, cuando la totalidad de la comunidad financiera y bursátil de Francia reconoció la necesidad de una reforma de los procedimientos de liquidación. A mediados de año el proyecto había tomado forma, y en agosto, el entonces ministro de Finanzas, Edouard Balladur, confió a André Serre, presidente de la central de depósitos de valores de Francia SICOVAM, la tarea de llevar a cabo la reforma. El Estado francés jugó un papel determinante al impulsar para ello la creación de un fondo de investigación y desarrollo.

La Bolsa de París estableció dos objetivos para el RELIT. Primero, el de aumentar la seguridad del mercado y garantizar que la liquidación de las operaciones no tendría un efecto adverso en las posiciones de efectivo y de valores de los participantes. Segundo, ayudar a reducir costes y a aumentar la productividad, tanto del mercado en general como de cada participante. Ambos objetivos sólo podían alcanzarse sustituyendo el sistema antiguo de liquidación por una alternativa rápida, segura, flexible y —sobre todo— sencilla.

RELIT se basó en el apoyo entusiasta de un amplio conjunto de partes interesadas —desde entidades miembros de la bolsa e instituciones financieras a bancos y otras instituciones crediticias, cuerpos profesionales, autoridades reguladoras, la central de depósito de valores SICOVAM, el organismo rector del mercado SBF, en su calidad de cámara de compensación, y las empresas de servicios de transmisión de información.

Consciente de los intereses en juego, estos participantes dieron al proyecto su más completo apoyo, y muchos de ellos han participado activamente en las etapas preliminares de su realización. Estos participantes están representados en RELIT en sus dos órganos de decisión —el Consejo de Dirección y el Comité Ejecutivo—, así como en los grupos de planificación y comisiones de revisión, que incluyen operadores del mercado, personal de las oficinas de soporte administrativo y especialistas en informática.

#### 4. NUEVAS CARACTERISTICAS INTRODUCIDAS POR RELIT

---

La adopción de procedimientos típicos de liquidación es fundamental para el éxito de RELIT. Y aquí conviene mencionar que los objetivos del proyecto se corresponden en muchos aspectos con las recomendaciones del Grupo de los Treinta sobre los sistemas de compensación y liquidación.

El primer principio básico de RELIT es la entrega de títulos y liquidación de pagos simultánea, que tiene lugar entre compradores y vendedores en el mismo día de su registro a través del cambio de efectivo por títulos o valores.

La segunda regla básica es el cumplimiento de los períodos de tiempo típicos para la liquidación establecidos por las autoridades del mercado. Estos períodos de tiempo tienen que ser, obviamente, compatibles con las prácticas de los principales mercados exteriores.

Inicialmente la base es T + 5 (donde T representa el día de la negociación), excepto en un limitado número de casos, tales como las operaciones realizadas fuera de la bolsa, donde T + 2 puede ser aplicable (es el caso en la mayoría de los mercados exteriores).

La compensación de las operaciones entre entidades miembros de la bolsa implica el saldar las posiciones en efectivo y en valores, en cuyo caso la propia SBF actúa como cámara de compensación entre vendedores y compradores. En el caso de incumplimiento de alguna de las partes implicadas en la transacción, la SBF toma prestados los títulos para cumplir con todas las obligaciones de entrega, actuando así como avalista o garante del mercado en su conjunto. Esto asegura que un simple fallo no iniciará una serie de incumplimientos sucesivos a lo largo de la cadena.

Como parte de la puesta en funcionamiento de RELIT se revisaron los diversos aspectos reguladores, legales y fiscales de las normas y procedimientos de liquidación adoptados por el mercado de París. Los organismos existentes (Conseil des Bourses des Valeurs y SICOVAM) están ahora autorizados para emitir nuevas reglas o modificar las normas existentes según surja la necesidad. En cualquier caso, el total cumplimiento de las nuevas reglas del mercado es esencial para asegurar que el sistema en su conjunto funcione sin dificultad.

#### 5. SATISFACCION DE LAS NECESIDADES DE LOS MERCADOS Y OPERADORES

---

Conscientes de que ningún sistema único puede satisfacer adecuadamente la amplia gama de las necesidades de todos los diversos mercados y participantes de París, los diseñadores de RELIT construyeron cuatro subsistemas diferentes dentro del proyecto.

- ISB (*Inter-Sociétés de Bourse*), que gestiona las funciones de la cámara de compensación para la casa-

ción o comprobación de las operaciones entre intermediarios y su liquidación.

- SBI (*Sociétés de Bourse-Intermédiaires*), para las transacciones entre intermediarios, incluyendo la validación y confirmación de las operaciones.

- SLAB (*Service de Livraison par Accord Bilatéral o Gré à Gré*), para la casación de las operaciones realizadas fuera de la bolsa por todos los participantes.

- *Dénouement*, o liquidación final y registro, que garantiza la entrega contra pago y se aplica a todos los participantes del mercado.

Estos cuatro subsistemas forman conjuntamente el sistema RELIT de la Bolsa de París. Con la excepción de las operaciones ISB, los mensajes se envían en forma normalizada a través de una red exclusiva de servicios de transmisión de información.

#### 6. UNA RED DE TELECOMUNICACIONES UNICA

---

Esencial para el éxito de RELIT es una sofisticada red de telecomunicaciones que une a todos los bancos, entidades miembros y sistemas del mercado. Eventualmente, más de 300 participantes pueden relacionarse, intercambiando alrededor de 600.000 mensajes por día, correspondientes a 75.000 órdenes.

Estudios preliminares encargados por los diseñadores de RELIT confirmaron la necesidad de proyectar la red con una máxima fiabilidad de transmisión de datos (incluyendo salvaguardias iguales para todos los participantes y respaldo automático para las emergencias) con el fin de alcanzar los máximos niveles de seguridad, integridad y confidencialidad. La transmisión debe ser garantizada y autenticada, y, sin embargo, lo suficientemente flexible como para permitir a todos los participantes la adaptación a sus propias prioridades (por ejemplo, conservando una relación bilateral más estrecha con ciertos corresponsales u optando alternativamente por dirigirse a sectores más amplios del mercado). Los mensajes requieren un formato normalizado, y la red tiene que ser capaz de hacer frente a importantes variaciones en los volúmenes de negociación.

La red elegida, SIT-*Bourse*, es una versión remodelada de la red de compensación de efectivo utilizada por los bancos franceses. Como red distribuidora puede aceptar amplias variaciones de volúmenes sin perder su capacidad de gestión y representa una respuesta global económicamente eficaz para las necesidades antes descritas.

#### 7. BENEFICIOS PARA LOS PARTICIPANTES Y PARA EL MERCADO

---

RELIT aporta a los participantes una serie de ventajas importantes. Para comenzar, es bastante más rápido y sencillo que los procedimientos anteriores de liquida-

ción, ya que utiliza una norma de comunicaciones única para casar todas las operaciones —tanto las realizadas a través del intercambio como las efectuadas fuera del mercado, directamente entre las partes contratantes—. En cada caso, un formato de mensaje normalizado elimina muchas de las potenciales áreas de fallo, aportando a los participantes más datos en una forma simplificada.

Con RELIT, los participantes pueden seguir el progreso de las negociaciones y comprobar sus posiciones —tanto reales como provisionales— más estrechamente. El número de discrepancias ha disminuido dramáticamente, y aquellas que continúan son resueltas con mayor rapidez, facilitando la gestión de los flujos de fondos.

El sistema procesa también automáticamente todo tipo de situaciones especiales relativas a los valores (por ejemplo, derechos de suscripción, cupones y emisiones liberadas) que se producen después del comienzo de la negociación y antes de la liquidación final. Esto completa el proceso de las acciones combinadas ya realizadas por SICOVAM.

Para los participantes, los procedimientos más sencillos y normalizados, la eliminación de los impresos físicos de órdenes y la reducción de las operaciones no saldadas se añaden a unas operaciones de respaldo administrativo más eficientes y a unos ahorros considerables en gastos generales. Para el mercado de París en su conjunto, la seguridad, flexibilidad y simplicidad de RELIT representa una ventaja real sobre los mercados rivales.

Es necesario un esfuerzo concertado de todos los participantes para asegurar el éxito del sistema, particularmente para cumplir con sus propias obligaciones dentro de plazo. Todas las oficinas de respaldo administrativo han tenido que actualizar sus normas de operación. La implantación no es sencilla, pero hasta el presente se está desarrollando sin dificultad. Esto se debe, en parte, al hecho de que desde el principio RELIT se ha beneficiado del consejo y apoyo de todos los miembros de la comunidad financiera.

## 8. A NIVEL DE LOS MERCADOS MUNDIALES

---

RELIT utiliza procedimientos de compensación y liquidación similares a los adoptados virtualmente por todos los mercados de Norteamérica. Esto está reflejado en sus estructuras: igual que Nueva York tiene su NSCC y DTC y Chicago el MCC y MSTC, en París el sistema *dénouement* de liquidación y registro, más el de operaciones fuera del mercado intermediario-banco, tienen lugar a través de SICOVAM, mientras que ISB, que gestiona continuamente la liquidación de saldos entre firmas miembros de la bolsa, opera a través de SBF.

Conviene destacar, igualmente, el hecho de que RELIT cumple con la mayoría de las recomendaciones del Grupo de los Treinta: establece un sistema fiable de seguimiento de la negociación, está construido en torno a un depositario central de títulos —SICOVAM—, incorpora un sistema de liquidación de saldos de la negociación,

facilita la entrega contra pago dentro de un período de tiempo típico e introduce un amplio sistema de entrega o toma de títulos en préstamo. Y por último, pero no menos importante, está capacitado para llevar a cabo el sistema de numeración normalizado ISIN, recomendado por el Grupo de los Treinta para la emisión de títulos en los casos aplicables.

RELIT permite la implantación de las recomendaciones de la Federación Internacional de las Bolsas de Valores sobre operaciones entre distintos países, lo que debe estimular el crecimiento de las transacciones entre las diferentes bolsas de valores europeas.

## 9. ESTRUCTURA DEL PROYECTO

---

Para llevar a cabo el proyecto RELIT se creó un sindicato plurisocietario sin fines lucrativos. Denominado GIE RELIT, este organismo fue el encargado de tres tareas: desarrollar y probar los sistemas necesarios para la compensación y liquidación a nivel nacional, informar a los participantes de los requisitos del proyecto y financiar la totalidad del proyecto. También se planificó una estructura *ad hoc* para formar a los participantes en el uso de los nuevos procedimientos de compensación y liquidación.

Al final de la fase de desarrollo, la responsabilidad de operación de todos los sistemas del RELIT fue transferida al depositario del mercado SICOVAM y a su órgano ejecutivo SBF. SICOVAM es responsable de los subsistemas SBI, SLAB y *dénouement*, así como del funcionamiento de la red SIT-*Bourse*. La SBF está a cargo del ISB. La coordinación y dirección de la puesta en funcionamiento del proyecto global está asegurada por GIE RELIT.

## 10. DONDE NOS ENCONTRAMOS AHORA

---

La puesta en servicio del sistema se inició en junio de 1990, cuando el subsistema *dénouement* entró en funcionamiento. En octubre de 1990, SLAB, que maneja las operaciones fuera del mercado, llegó a ser operacional, y un mes más tarde se añadieron los subsistemas diseñados para el tratamiento de las operaciones en el mercado oficial (ISB y SBI).

El arranque de ambos subsistemas, para operaciones interiores y exteriores al mercado, ha sido gradual. Hoy día, algo así como cien participantes utilizan SLAB para sus operaciones fuera del mercado, y más de doscientos compensan y liquidan sus operaciones interiores a través de ISB, SBI y *dénouement* en lo que respecta a 67 valores negociados en el mercado al contado de París.

Tomando como referencia el limitado número de fallos y su rápida resolución, el nuevo sistema está operando satisfactoriamente.

Los planes actuales prevén la extensión de RELIT a finales del año actual a:

- 2.800 valores ahora cotizados en el mercado al contado serán añadidos a los 67 actuales para las negociaciones dentro del mercado, a finales del primer semestre, conforme el sistema va tomando progresivamente su ritmo.

- Los valores cotizados en el mercado de liquidación mensual (RM) serán añadidos en el otoño de 1991, después de una intensa simulación.

- A partir de finales de abril de 1991, un número creciente de transacciones han sido realizadas a través de la red de comunicaciones de SIT-*Bourse*, conforme las interconexiones propias de los participantes del mercado entran en fase operativa.

Los cuatro subsistemas, que juntos constituyen el RELIT, se describen brevemente a continuación:

#### **ISB: Operaciones intermediario a intermediario**

ISB maneja todas las operaciones llevadas a cabo entre las entidades miembros —es decir, operaciones CAC, ejercicio de opciones y negociaciones en el parqué.

Después de que la validez y exactitud de los datos de las operaciones introducidas en el sistema por la entidad vendedora han sido verificados, ISB emite un informe diario de negociación o de operaciones para cada firma, especificando efectivo y cantidad. El miembro de la bolsa (que actúa como comprador o vendedor) utiliza este informe de negociación como base para casar las órdenes de los clientes con el mercado. Puesto que las operaciones CAC están por definición cerradas, la participación del subsistema ISB en la verificación de operaciones está restringida al muy limitado número de operaciones de bolsa que tiene lugar fuera del sistema informatizado CAC.

Si una operación se describe incorrectamente en el informe de negociación, las entidades miembros intentan corregir el error. Para ello, los cambios deben ser introducidos tanto por el comprador como por el vendedor, y el resultado se comprueba de nuevo. Las partes tienen hasta el día T + 1 para casar las operaciones en esta forma, después del cual las no impugnadas son consideradas aprobadas tal cual y enviadas para liquidación. Las operaciones impugnadas que no ha sido posible casar son eliminadas del sistema. Todas las operaciones corregidas son identificadas como tales en el informe de negociación.

ISB está basado en un proceso de liquidación de saldos similar a los sistemas de compensación utilizados en Norteamérica. Así, cerradas y casadas las operaciones, el flujo se introduce en el sistema de compensación y liquidación de saldos ISB, donde todas las transacciones son saldadas en una posición única (efectivo y cantidad) por valor, por liquidación diaria y por entidad miembro del mercado.

Entre los días T + 1 y T + 4 en el mercado al contado, y entre los días T + 1 y el de liquidación en el RM, las

posiciones de riesgo se calculan diariamente. Los miembros cubren sus propios riesgos a través de depósitos en sus cuentas de compensación, y las llamadas por márgenes excedidos se procesan diariamente.

Todas las posiciones —cortas o largas— son enviadas al sistema de liquidación la tarde del día anterior a la liquidación. Esta tiene lugar el día T + 5 para el mercado al contado, y mensualmente para el RM (mercado de liquidación mensual).

Después del día T + 5 (o después de la fecha fijada para el RM), los fallos se comunican al mercado. En este punto, la cámara de compensación puede intervenir con préstamos automáticos de títulos para cumplir su compromiso de entrega de valores al comprador. Adicionalmente, las nuevas normas mejoran las condiciones de compra de valores después del período fijado y aseguran que el SBF es capaz de eliminar las operaciones no liquidadas entre los miembros de la cámara de compensación.

#### **SBI: Operaciones broker-banco**

SBI gestiona la comparación de operaciones entre las firmas miembro y los participantes indirectos del mercado para todos los valores cotizados en la Bolsa de París. Al igual que SLAB y *dénouement*, descritos más abajo, está a cargo de SICOVAM.

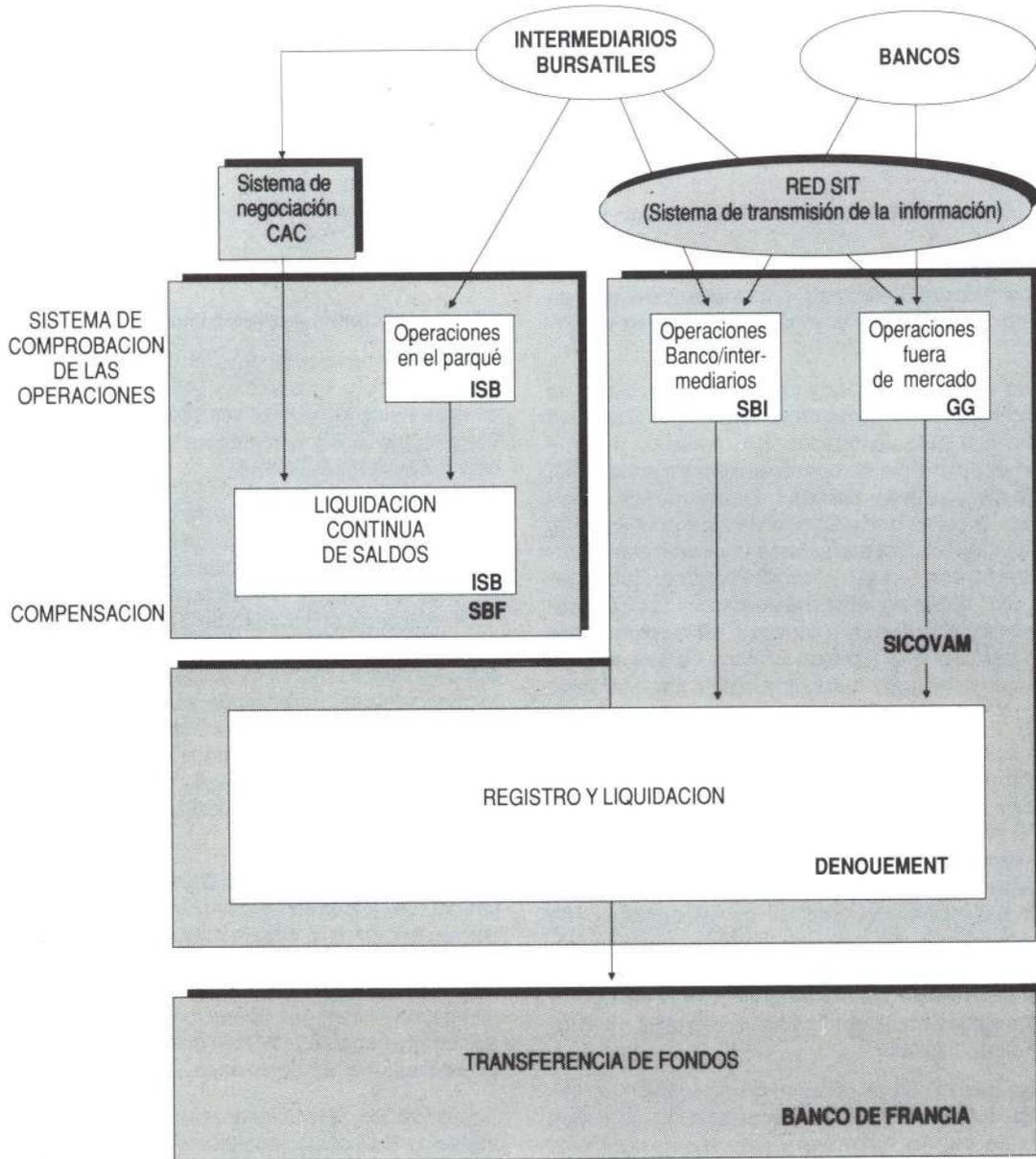
Cuando una entidad miembro ejecuta una orden de una no miembro, emite inmediatamente una nota de confirmación, fijando el precio neto de los valores o efectivo implicados, tanto al participante como al SBI. Esto se hace utilizando un formato de mensaje normalizado desarrollado por SBI, que incluye los términos de la operación, las comisiones correspondientes y los gastos. A la recepción de la confirmación, el no miembro del mercado responde, bien con una aceptación o bien con un rechazo. El rechazo equivale a la cancelación, en cuyo caso la entidad miembro puede volver a formular la operación y enviar una nueva confirmación para ser procesada de la misma manera.

En cada etapa, todas las partes implicadas son mantenidas completamente informadas del progreso de las comprobaciones o casaciones (si las operaciones han sido confirmadas y así transformadas en órdenes de pago/entrega, si están todavía pendientes o si han sido rechazadas). Para las operaciones en el mercado de liquidación mensual se emiten unos informes dando cuenta detallada de las posiciones.

Cuando las operaciones han sido confirmadas, SBI transmite las instrucciones de entrega/pago para la liquidación final por el sistema.

El tiempo preciso para la liquidación final es T + 5 o, en el caso de las transacciones en el mercado de liquidación mensual, el día fijado de liquidación (cinco días después del último día de registro). Sin embargo, si la confirmación se envía después del día T + 3, la liquidación final se realiza tres días más tarde. Tiempos más

# ESTRUCTURA DEL SISTEMA RELIT



breves pueden ser fijados entre los contratantes individuales que participan en una operación.

#### **SLAB: Operaciones fuera del mercado**

SLAB se utiliza para casar las operaciones ejecutadas fuera de la bolsa, tanto por miembros como por no miembros, y se emplea también para introducir órdenes, que requieren la confirmación de la parte contraria, por los dos participantes del mercado. Para hacerlo así los dos miembros de una operación introducen detalles tales como precio y día de liquidación en el sistema. Las dos partes de la transacción son entonces comparadas; en el supuesto de que casen, la operación es considerada firme y equivalente a una instrucción de pago/entrega. Para garantizar la operación dentro del período marco establecido, la casación debe ser completada, lo más tarde, el día anterior a la liquidación.

SLAB mantiene informados a los operadores de los resultados netos (notas de casación, llamadas, validaciones, asientos, notas urgentes, etc.). La tarde del día anterior a la liquidación, como más tarde, SLAB transfiere las instrucciones de las operaciones casadas al sistema de liquidación.

En la mayoría de los casos se produce una rápida liquidación: el tiempo usual para las operaciones mencionadas es de T + 2, pero el sistema puede igualmente manejar fechas de liquidación más tempranas (T + 1).

#### **Liquidación y registro final (*dénouement*)**

Esta etapa final de la cadena de compensación y liquidación maneja las órdenes de entrega/pago procedentes de los sistemas de casación de las operaciones y de los sistemas de fijación de saldos entre miembros que ya han sido descritas. Sólo los participantes en SICO-VAM tienen acceso a esta fase de liquidación y registro

final y, por ahora, sólo se aceptan las operaciones en francos franceses.

Es en esta etapa cuando las transferencias de valores se registran en las cuentas de los miembros con SICO-VAM, y los correspondientes importes en francos franceses anotados en las cuentas corrientes de los miembros abiertas en el Banco de Francia.

En la mañana del día de liquidación, los participantes son informados de sus posiciones netas provisionales en títulos y en efectivo; esto se realiza como consecuencia del proceso de imputación simulado. Dichos participantes pueden cubrir sus posiciones cortas en la misma mañana, mediante la entrega de los títulos precisos para el asiento inmediato de las correspondientes transferencias.

A la terminación de este período, el Banco de Francia informa al sistema de liquidación de la posición de compra neta autorizada de cada participante, basada en la garantía depositada en él por cada uno de ellos con anterioridad a la liquidación.

Con la excepción de las transferencias anotadas durante dicho período, la entrega y pago se realizan concatenadamente, para asegurar el mayor número posible de liquidaciones finales.

La liquidación no se finaliza si no existe disponible una cantidad suficiente de títulos, y los movimientos de efectivo relativos a las operaciones que han sido liquidadas caen dentro de las posiciones de compras netas autorizadas. Cuando no se cumplen esas condiciones, las operaciones se registran como fallos y se arrastran hasta el día siguiente para su liquidación.

A continuación de este proceso de registro, los detalles de las operaciones liquidadas o en suspenso se facilitan a los participantes, conjuntamente con las posiciones finales de efectivo y títulos.

**BOLSA DE LONDRES.  
EL PROYECTO TAURUS: UN SISTEMA  
DE LIQUIDACION PARA LOS AÑOS NOVENTA  
Marzo 1990**

**INTRODUCCION**

En este documento se describe el proyecto de desarrollo de un sistema de liquidación de las transacciones de valores que se pretende establecer en el Reino Unido durante la próxima década. Ese proyecto es fruto de extensos estudios y consultas con los principales grupos de participantes en el sector bursátil. La pieza central del programa propuesto será la implantación de TAURUS, un sistema de tenencia y transferencia de valores totalmente desmaterializado. TAURUS será el complemento del sistema TALISMAN, ya en funcionamiento, y a su desarrollo se incorporarán las principales recomendaciones del informe del Grupo de los Treinta.

Hace mucho tiempo que se reconoce la necesidad de una reforma. La implantación de TALISMAN en 1979 marcó un hito importante en la evolución de los sistemas de liquidación en el Reino Unido; pero, aunque TALISMAN ha servido bien a las necesidades del mercado, hace años que deberían haberse introducido otras mejoras radicales en la estructura básica de las operaciones de liquidación. Durante el período de contratación muy activa de 1987 se acumularon grandes retrasos en la liquidación, y en el momento de la posterior crisis bursátil había muchas transacciones sin liquidar, lo que dio origen a riesgos importantes. El continuo uso de títulos e impresos de transferencia de valores y las sobrecargas de trabajo que genera el sistema de períodos de liquidación hacen que en el mercado británico la liquidación resulte muy costosa.

Las líneas maestras de la reforma han sido ya acordadas en los niveles más altos del sector, y se ha despejado el camino para la puesta en marcha de un programa de innovación radical. Esas innovaciones situarán al Reino Unido en la primera fila de los mercados de valores del mundo, por lo que se refiere a eficiencia en el proceso de liquidación.

Este documento tiene como finalidad exponer el objetivo a largo plazo de la reforma de los servicios de liquidación de transacciones interiores en el Reino Unido, describir el programa de trabajo a medio plazo y suministrar a todos los participantes en el sector una información de base que les permita empezar a planificar sus actuaciones en el nuevo contexto. El mensaje clave es que la liquidación de las transacciones de valores va a ser sometida en el Reino Unido a una serie de reformas sustanciales que producirán beneficios importantes para todos los participantes en el sector bursátil. El objetivo es instaurar un régimen totalmente nuevo en el que la liquidación se efectúe de la manera más segura, rápida, eficiente y económica.

**EL CONTEXTO DE TAURUS**

La idea es clara. El Reino Unido establecerá la primera sociedad «sin títulos» que funcione en una bolsa de valores internacional de primer orden. Los títulos, que durante muchos años han sido la principal prueba de propiedad de los valores, se eliminarán progresivamente. La transferencia de la propiedad de los valores ya no se hará mediante los métodos anticuados, intensivos en mano de obra y en papel, que han relegado al Reino Unido a una posición secundaria entre los mercados de valores del mundo, en cuanto a eficiencia del sistema de liquidación. El nuevo marco contará con sistemas electrónicos de tenencia y transferencia de valores, y mantendrá las principales ventajas de que ya gozan los tenedores de valores, aprovechando al máximo la eficiencia y la seguridad de los sistemas modernos.

Los accionistas tendrán sus acciones en cuentas de valores análogas a las cuentas bancarias. Los cambios de propiedad se efectuarán por transferencia electrónica de la cuenta del vendedor a la del comprador. Se pasará del sistema actual de días de liquidación quincenales a un sistema de liquidación continua, que dará un flujo de trabajo más homogéneo. Se implantarán sistemas de pago que permitan la entrega de valores contra su pago en efectivo en la fecha de liquidación.

El fin primordial es, como ya se ha dicho, simplificar y mejorar los procedimientos de tenencia y transferencia de valores para los inversores del Reino Unido. Las propuestas ya acordadas servirán para reducir costes, riesgos, complicaciones e ineficiencias en todo el sector. Los nuevos mecanismos, al eliminar muchos de los problemas e incertidumbres que ahora existen, favorecerán la extensión del accionariado; al mismo tiempo, esos cambios afianzarán y robustecerán la posición del mercado de valores del Reino Unido ante los inversores internacionales. Hasta ahora, las ineficiencias observadas en el proceso de liquidación británico y el riesgo que llevaban aparejado han sido un factor disuasorio para los inversores internacionales y una amenaza para el crecimiento continuado de Londres como una de las principales plazas bursátiles del mundo.

Las propuestas que se exponen en este documento complementan la estrategia de la International Stock Exchange en orden al desarrollo del mercado de valores central del Reino Unido. En las plazas bursátiles internacionales, el rasgo más saliente de la próxima década será el uso cada vez mayor de la contratación en pantalla. Londres ha abandonado ya el «parquet» y adoptado la tecnología de pantalla para la compraventa de acciones.

También en lo tocante a la liquidación, el futuro está en los sistemas electrónicos. Muchos países han conservado los títulos, pero inmovilizándolos en depositarias. Sin embargo, y al igual que sucedió con el «parquet», la producción, transferencia y conservación de documentos físicos está siendo arrumbada por la nueva tecnología, que ofrece posibilidades de manejo más sencillo y

más barato. El Reino Unido tiene ante sí una oportunidad extraordinaria de aplicar la tecnología al logro de nuevos niveles de eficiencia en la liquidación, que refuercen el crecimiento del mercado y permitan a Londres consolidar su posición como uno de los mercados bursátiles de primera fila a escala internacional.

Se están iniciando ya estudios específicos de las condiciones que plantearía la reforma de los procedimientos de liquidación de las transacciones internacionales. La International Stock Exchange concede una alta prioridad e importancia a estas operaciones y velará por que no queden desatendidas mientras se trabaja en la modificación insoslayable de la liquidación de las transacciones interiores.

## ¿QUE ES TAURUS?

TAURUS no es únicamente un sistema de liquidación, ni es un depositario, aunque suministre los servicios de lo uno y lo otro. TAURUS es un concepto totalmente nuevo, que permite a los inversores beneficiarse de la reducción de costes y riesgos que supone la realización de sus operaciones de compra y venta en el mercado mediante la anotación en cuenta, y a la vez ser miembros de la sociedad, con todos los derechos, beneficios y visibilidad que eso comporta.

Llevar el registro detallado de las tenencias de acciones en forma desmaterializada será competencia de interventores de cuentas, enlazados mediante red informática con el sistema de control central de TAURUS. TAURUS estará plenamente integrado con TALISMAN, que seguirá siendo el cauce de comunicación, confirmación y liquidación de las transacciones de acciones. Juntos, ambos sistemas proporcionarán al mercado de valores británico una organización central de liquidación y depósito, conforme a las recomendaciones del Grupo de los Treinta.

Se prevé que las sociedades sigan llevando registros consolidados de accionistas, y se está trabajando en la definición del estatuto jurídico de esos registros. No se emitirán documentos de propiedad en forma de títulos. Los inversores seguirán disfrutando de los beneficios de la propiedad directa de las acciones, pero sus valores figurarán en forma desmaterializada en la cuenta de la sociedad o en la de un interventor de cuentas autorizado, que podrán elegir libremente.

El interventor de cuentas autorizado, que normalmente será un agente de bolsa, un banco, una institución u otro intermediario acreditado, actuará como mediador entre el inversor, el mercado y el registrador de la sociedad. La tenencia total de acciones que mantenga cada interventor de cuentas, en cada sociedad admitida a cotización, será consignada y controlada en el sistema central TAURUS.

La información relativa a la tenencia de cada interventor de cuentas será confirmada a diario, o con otra perio-

dicidad convenida, y trasladada al registrador de la sociedad, con vistas al mantenimiento de un registro consolidado de accionistas. Aunque el registrador de la sociedad seguirá llevando registros consolidados actualizados, en estos momentos se espera que sean los interventores de cuentas quienes lleven el registro legal de la propiedad de las acciones que les sean encomendadas.

Un aspecto importante de TAURUS es que las sociedades continuarán comunicándose directamente con sus accionistas. Toda distribución general de información relativa a la sociedad se hará directamente a los accionistas que figuren en el registro consolidado. Los inversores podrán escoger entre recibir los dividendos en efectivo directamente o por conducto de su interventor de cuentas. El reparto de dividendos no monetarios, tales como emisiones gratuitas y derechos a cuenta, se hará a las cuentas de los accionistas a través del sistema central TAURUS y los interventores de cuentas. Aunque en el futuro no se emitirán títulos, los inversores podrán conservar sus títulos existentes y recibir acreditación documental de toda nueva tenencia.

En el Apéndice I (1) de este documento se describe en líneas generales el sistema TAURUS. Los mecanismos descritos constituyen la estructura acordada por SISCOT y aceptada por todos los demás comités representativos, y formarán la base del TAURUS Business Case y otras innovaciones ulteriores.

## Seguridad

Una de las condiciones básicas en el desarrollo de TAURUS será la incorporación a su diseño del mayor nivel posible de seguridad. Los sistemas vigentes, basados en el soporte de papel, son fundamentalmente inseguros en muchos aspectos, pero se está de acuerdo en que, bajo un régimen «sin títulos», será esencial contar con salvaguardias efectivas y razonables para prevenir el fraude y proteger los intereses de todos los participantes. Este aspecto está siendo objeto, por lo tanto, de atención prioritaria.

El acceso a todas las redes y sistemas informáticos de TAURUS se diseñará de modo que incluya las oportunas contraseñas y medidas de protección y autenticación de los mensajes. Dentro del equipo de diseño habrá separación de responsabilidades entre quienes diseñen los sistemas básicos y quienes diseñen los dispositivos de seguridad. Todos los trabajos de desarrollo de los sistemas estarán sujetos a inspección y verificación plenamente independientes, como medida de protección contra posibles manipulaciones de iniciados.

Una vez en funcionamiento, los sistemas estarán materialmente asegurados y protegidos contra fallos del equipo y acceso de personas no autorizadas.

Las firmas que actúen como interventores de cuentas deberán, asimismo, satisfacer condiciones rigurosas de integridad y flexibilidad de sus sistemas.

## Los beneficios

El programa de reforma radical que se proyecta beneficiará en primer lugar a los participantes en el mercado. Sin embargo, un objetivo clave es conseguir esos beneficios sin merma de los intereses de las sociedades admitidas a cotización y sus accionistas.

Las reducciones de costes serán resultado de la eliminación de los títulos e impresos de transferencia. Las transferencias de propiedad se harán mediante anotaciones en cuenta dentro del sistema, con lo cual se eliminará gran parte del trabajo que origina la creación, transferencia, control, reconciliación y custodia de los títulos de propiedad.

Además, la sustitución por un sistema informático del costoso y arriesgado manejo de papeles, que viene siendo característico del proceso de liquidación en el Reino Unido, resolverá los problemas que ahora surgen cada vez que el volumen de contratación experimenta un fuerte aumento repentino. Los altos volúmenes de contratación que acompañan a la volatilidad del mercado crean dificultades enormes para todo el sector, y la combinación de TAURUS con la liquidación continua resolverá eficazmente ese problema al regularizar los flujos de trabajo.

Con la eliminación del papel se podrá acortar el plazo de liquidación —a cinco días, inicialmente— y poner en marcha el sistema de liquidación continua. Al reducir el lapso de tiempo que transcurre entre la contratación y la liquidación, mediante la liquidación continua y la prevención de sobrecargas de trabajo y demoras, también se reducirá significativamente el riesgo. A ello contribuirá, asimismo, la adopción de mecanismos de entrega contra pago. El efecto de estos cambios debe ser la liberación de capital para usos más productivos.

Una vez que el servicio sea plenamente operativo, todos los participantes podrán reestructurar sus organizaciones para obtener las máximas ventajas del nuevo régimen e integrar sus propios procesos de la manera más económica. El potencial de ahorro en todo el sector será importante, y el funcionamiento de un sistema moderno, eficiente, más barato y más seguro favorecerá el aumento del volumen de contratación en el Reino Unido, en transacciones tanto interiores como internacionales.

El inversor privado ya no tendrá que custodiar títulos ni pagar por duplicados en caso de pérdida. La liquidación inmediata significará que, en períodos de máxima actividad, no habrá ya retrasos en la recepción de los valores que impidan su venta.

Los inversores que ahora figuran en el registro, y que deseen seguir estando en la cuenta de la sociedad, apenas notarán diferencias. No tendrán que pagar para que se mantenga el registro de su tenencia, y recibirán un documento del interventor de cuentas con indicación del número de acciones que poseen cada vez que haya algún cambio y siempre que se abonen dividendos.

Aquellos inversores que posean acciones puestas a nombre de su banco o de su agente podrán conservar

los beneficios del servicio que ahora reciben, optando por una cuenta comercial. Al mismo tiempo serán inscritos en el registro consolidado de accionistas de la sociedad y gozarán de los privilegios de accionistas que ahora no tienen.

La cuantía de las comisiones por compra y venta de acciones la fijarán los agentes interesados, pero la reducción general de costes en todo el sector beneficiará de modo directo a los clientes privados, porque hará posible la aparición de tarifas competitivas.

También las sociedades admitidas a cotización se beneficiarán indirectamente de estas innovaciones. Los registros de accionistas consolidados estarán más actualizados que ahora, aunque en algunas partes se publicarán mensualmente. Eso, y la comunicación diaria de otras informaciones a los registradores de las sociedades, garantizará que no salgan perjudicadas respecto a la situación actual, y en muchos casos dispondrá de un registro más completo de sus accionistas.

## El calendario

El primer hito importante ha sido la implantación del servicio mejorado de liquidación neta institucional o *Institutional Net Settlement* (INS), que ha permitido a las instituciones participar directamente en la liquidación central. A esto ha seguido el acuerdo, establecido al nivel más alto del sector, de puesta en marcha del proyecto TAURUS y sus conexiones en materia de liquidación. Ese acuerdo proporciona la base para que los trabajos de desarrollo procedan con la mayor celeridad posible. En todo el sector se reconoce que el desarrollo de TAURUS es un objetivo de máxima prioridad.

Además del trabajo fundamental de creación del sistema desmaterializado, el desarrollo de TAURUS abarcará a partir de ahora todos los trabajos conexos que exija la adopción de las propuestas clave del Grupo de los Treinta. Por lo tanto, el programa de trabajo de TAURUS comprenderá también el desarrollo de un mecanismo completo de entrega contra pago, la instauración de la liquidación continua y la implantación progresiva de normas adecuadas para el sector en todo lo relativo a las comunicaciones electrónicas.

Mientras no estén ultimados los requisitos del sistema y su diseño, sería imprudente fijar un calendario vinculante para las distintas etapas de ejecución del proyecto. Sin embargo, los trabajos realizados hasta la fecha suministran una base razonable para establecer unas fechas clave que deben ser ya aceptadas como objetivos firmes dentro del desarrollo de TAURUS.

El logro de esos ambiciosos objetivos dependerá no sólo de la marcha de las actividades centrales de desarrollo, sino también de la capacidad de otras organizaciones del sector para completar a tiempo sus preparativos necesarios.

Las fechas clave propuestas son las siguientes:

a) *Especificaciones para el usuario*

Antes de septiembre de 1990 los trabajos centrales de diseño habrán llegado al punto que permita publicar la documentación pormenorizada para el usuario, que comprenderá una especificación detallada de los requisitos y diseño de sistemas de TAURUS, junto con las especificaciones correspondientes de intercambio de datos. En ese punto, todos los participantes podrán iniciar sus trabajos pormenorizados de preparación para la implantación de TAURUS.

b) *Infraestructura*

Antes de marzo de 1991 se habrán completado los trabajos de la infraestructura esencial, que establecerá la debida interconexión entre los sistemas centrales y las instituciones participantes mediante el sistema INS. Los actuales mecanismos de transmisión por cinta magnética y papel se habrán sustituido por la interconexión de todas las firmas, oficinas y registros participantes. Esta fase de los trabajos comprenderá, asimismo, el establecimiento de un banco de pruebas para los participantes, que suministrará una base esencial para los subsiguientes ensayos, tanto del sistema central como del *interface* entre la oficina central de liquidación y todos los usuarios, y que servirá también para acelerar el proceso de incorporación de nuevos participantes al sistema.

c) *Desmaterialización*

Antes de octubre de 1991 comenzará la primera fase de la desmaterialización. Se instaurarán mecanismos de transferencia por anotación en cuenta para todos los tipos de interventor de cuentas, pero limitando inicialmente el número de participantes y de valores incluidos en el sistema. Una vez que haya sido completada con éxito la primera fase de rodaje, se prevé una entrada rápida de nuevos participantes y valores. Lo proyectado en estos momentos es que en el plazo de un año sean operativos la mayoría de los interventores de cuentas y se hayan incluido en el nuevo sistema TAURUS desmaterializado los valores más negociados. La incorporación de los restantes interventores de cuentas y la desmaterialización de la totalidad de los valores está prevista para finales de 1993.

d) *Liquidación continua y entrega contra pago (ECP)*

Para antes de octubre de 1992 se prevé la implantación de la liquidación continua, tras la incorporación masiva de participantes y valores al servicio TAURUS. La hipótesis de trabajo en estos momentos es que el mercado británico debería pasar directamente del sistema de períodos actual a un sistema continuo de cinco días, con la intención de acortar aún más el plazo de liquidación en el futuro. En fecha más próxima a la puesta en marcha de TAURUS se tomará una decisión firme, y si para entonces fuera factible pasar directamente a la liqui-

dación continua en tres días, cabe la posibilidad de hacerlo así. De un modo u otro, la decisión de instaurar la liquidación continua es ya irrevocable. Para octubre de 1992 se pretende también tener en funcionamiento, dentro del sistema central, un mecanismo completo de entrega contra pago.

*Costes y economías*

La firma Coopers & Lybrand Deloitte está llevando a cabo un análisis detallado de coste-beneficio, que deberá estar acabado para finales de marzo de 1990, y que indicará dónde cabe esperar las principales economías cuantificables para todo el sector. Pero lo hecho hasta ahora confirma ya la hipótesis de trabajo de que las economías que se derivarán de TAURUS justifican el programa de desarrollo. Se ha hecho un estudio importante para examinar los costes que ahora soportan los participantes de todo el sector y compararlos con la situación prevista para cuando TAURUS sea plenamente operativo. Las conclusiones que se desprenden de ese estudio están siendo debatidas con representantes de cada uno de los segmentos de mercado del sector que participaron en el ejercicio. Las primeras indicaciones señalan que las cifras obtenidas merecen un alto grado de confianza.

Los resultados de ese ejercicio indican que, suponiendo unas tasas de descuento del 15 al 12 por 100 y una expansión constante de TAURUS a lo largo de tres años, el ahorro anual supondría un valor actual neto, a lo largo de diez años, del orden de 225-255 millones de libras. Ese ahorro representa reducciones de costes directos y no incluye las economías adicionales en gastos de financiación y otros gastos generales, que seguramente serían sustanciales y que habría que añadir a las sumas indicadas.

Los costes estimados del desarrollo central de todo el proyecto TAURUS han sido calculados para un período de cuatro años, de abril de 1989 a marzo de 1993. Se refieren no sólo al desarrollo del sistema de desmaterialización, sino también a las innovaciones conexas, como son la liquidación continua y la ECP. En una fase tan temprana del programa de desarrollo no es posible hacer un presupuesto exacto del proyecto; más bien se trata de determinar una banda en la que se espera que quede comprendido el coste total. Sobre la base del sistema que se describe en el Anexo 1 de este documento, y teniendo en cuenta todas las innovaciones conexas ya citadas, se calcula que el coste total del programa de desarrollo estará entre 45 y 50 millones de libras. En estos momentos se propone tratar ese coste como deuda, que sería servida y amortizada con cargo a los ingresos durante la vida del sistema resultante.

Los participantes de todo el sector habrán de soportar los costes de creación e implantación de sistemas dentro de sus propias organizaciones para poder hacer uso de TAURUS y de las restantes innovaciones centrales. No es posible calcular con precisión esos costes mientras no se disponga de las especificaciones del diseño, pero

se espera que sólo con las economías directas descubiertas sea más que suficiente para cubrir esos costes y los de desarrollo del proyecto central, sin contar las economías indirectas, no cuantificadas, de financiación, otros gastos generales y reducción de riesgos. Se considera, pues, que el programa de reforma se justifica, desde el punto de vista del coste, para el sector en su conjunto.

En cuanto al coste de los futuros servicios centrales, una vez terminada la reforma se calcula que los costes operativos del sistema central, incluida la amortización de los gastos de creación, serán del orden de 30 a 35 millones de libras anuales: menos que la recuperación actual de costes centrales en los servicios de liquidación de transacciones interiores. Esos costes operativos se recuperarían durante el año del gasto, y todo superávit o déficit resultante se reflejaría en la recuperación proyectada para el ejercicio siguiente. El hecho de que el coste total estimado de operación de los servicios centrales (incluidos el servicio y la amortización de la deuda de creación) sea inferior al coste actual recuperado significa que el ahorro que consigan en sus operaciones los usuarios de todo el sector no se verá mermado por el encarecimiento de los servicios centrales.

#### *Las repercusiones*

El programa de reforma que ahora se contempla revolucionará la liquidación de las transacciones de valores en el Reino Unido. Los cambios serán tan radicales para la liquidación como lo fueron los del *Big Bang* para la contratación. Es esencial, por lo tanto, que cada participante en el sector, y cada sociedad admitida a cotización, empiece a considerar de qué forma le van a afectar los cambios. Aunque para acometer modificaciones detalladas de los sistemas habrá que esperar a la publicación de las especificaciones del servicio central en septiembre, el planteamiento general está ya acordado, y se pueden iniciar ciertos trabajos preliminares.

Todas las firmas miembros de la International Stock Exchange tendrán que modificar sus sistemas para enlazarlos con la red de información de liquidaciones y para incorporar datos de TAURUS; por ejemplo, la identificación de la cuenta de un vendedor a sus informes de operaciones.

Las instituciones y las entidades de custodia deberán considerar su integración en el sistema INS, porque ésa será la manera de avanzar hacia TAURUS y de establecer las interconexiones y la participación en los mecanismos de pago centrales.

Todos los participantes en el sector bursátil deberían empezar a plantearse si desean o no ser interventores de cuentas y, en caso afirmativo, qué tipo de cuentas quieren llevar.

Las sociedades admitidas a cotización tendrán que estudiar y decidir con sus interventores la manera de llevar la cuenta de la sociedad, la consolidación de sus registros de accionistas y la forma en que ha de llegar

hasta ellas, de la base de datos central, la información sobre accionistas que cada una de ellas necesite para su gestión.

Todos los interesados tendrán que examinar sus sistemas y servicios actuales para ver de qué manera les va a afectar el nuevo régimen. La supresión del papel y un ciclo de liquidación diario darán mayor peso al uso de sistemas informáticos. La Liquidación continua exigirá que quienes operan para clientes privados revisen sus procedimientos y flujos de caja y comiencen sin dilación a estudiar el impacto que el nuevo sistema ha de tener sobre su negocio. La sustitución del manejo material de papeles por comunicaciones electrónicas eliminará muchas barreras geográficas.

#### *Los pasos siguientes*

En los anexos de este informe se expone el planteamiento acordado de TAURUS, se detallan los calendarios de su desarrollo y puesta en marcha y se resumen los resultados hasta la fecha de los análisis de costes y beneficios. Es mucho, sin embargo, el trabajo de detalle que queda por hacer en esta fase. La estructura jurídica está siendo estudiada por un equipo de trabajo presidido por el Ministerio de Comercio e Industria. Se están examinando los enlaces con los sistemas de pagos de los bancos, con vistas a establecer la forma de la entrega contra pago. Los requisitos detallados en materia de seguridad, gestión del sistema de liquidación continua y enlaces con los sistemas de contratación están aún por determinar. Las consultas con particulares y con comités representativos continuará a lo largo de este proceso y de las subsiguientes fases de desarrollo y puesta en marcha.

Se proyecta llevar a cabo un programa extenso de coordinación y consultas. Los principios básicos de la reforma global están ya acordados y ofrecen un equilibrio aceptable entre los intereses de los muchos participantes. Lo que ahora se pretende es trabajar en estrecha colaboración con todos los usuarios potenciales para asegurar que se entiendan las propuestas, que los detalles de su aplicación sean prácticos y efectivos y que se pueda empezar ya a trabajar en la planificación, desarrollo y puesta en marcha de TAURUS y de las otras innovaciones del proceso de liquidación, en beneficio del mercado británico.

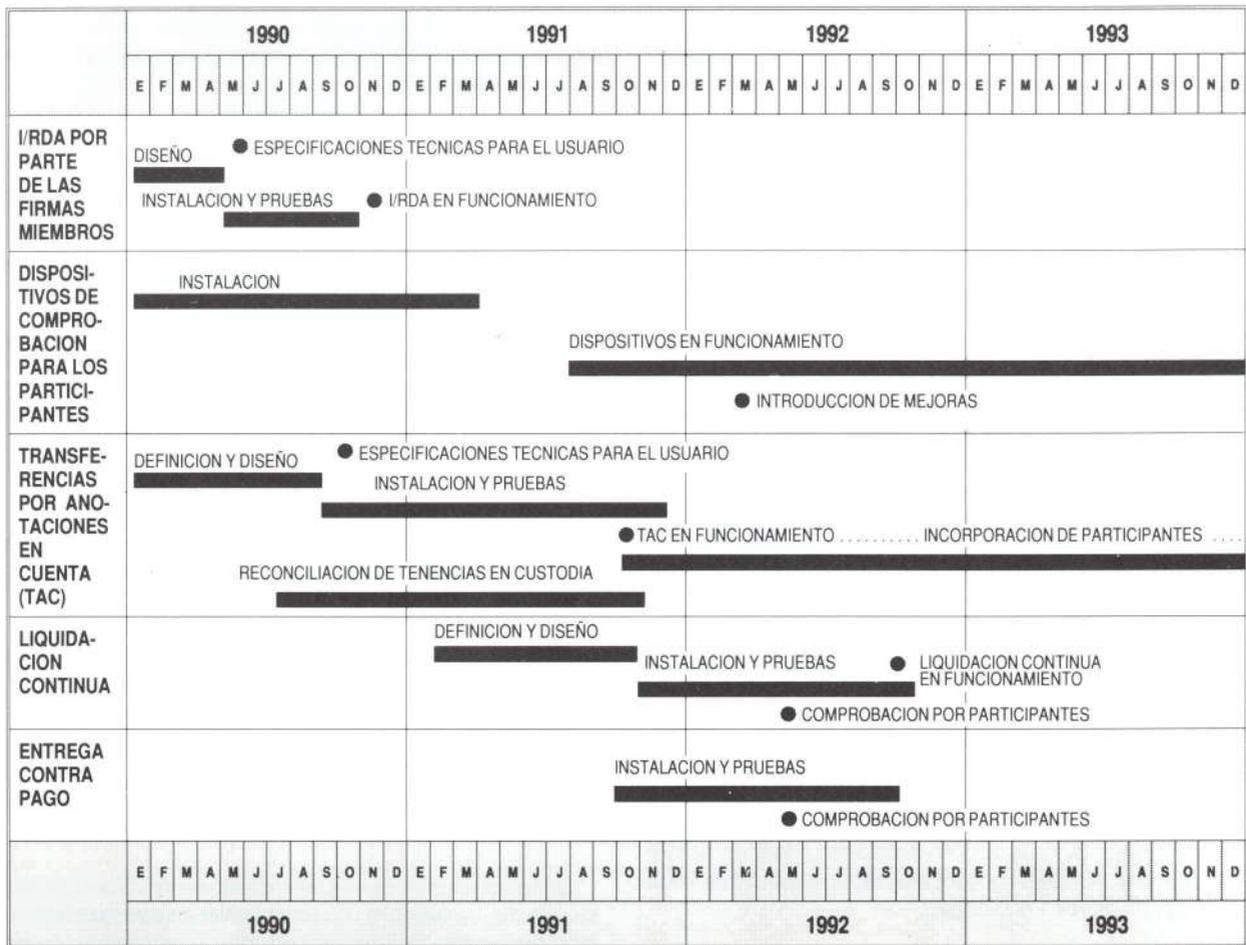
### **ANEXO 1: EL CALENDARIO DE DESARROLLO Y PUESTA EN MARCHA**

#### **1. Estrategia de la puesta en marcha**

La estrategia de la puesta en marcha está pensada para instaurar cuanto antes los sistemas de desmaterialización, posibilitar una transición rápida para la mayoría de los interventores de cuentas y dar entrada en fecha temprana a los valores más negociados, tras de lo cual

Gráfico 1

## CALENDARIO DE APLICACION DEL SISTEMA



se implantarían la liquidación continua y la entrega contra pago tan pronto como fueran factibles. El análisis de requisitos y diseño de sistemas para todo el programa de desarrollo será integrado, para asegurar que cada fase se apoya en la anterior. También se solaparán las fases, para poder cumplir el calendario proyectado.

Se reconoce que el calendario establecido (2) es ambicioso, tanto para la ISE como para los participantes potenciales en el servicio. Las fechas serán continuamente revisadas, con reajustes globales en fechas estratégicas, según lo requiera la marcha del proyecto (gráfico 1).

## 2. Calendario de la puesta en marcha

El calendario se compone de tres fases principales:

- Puesta en marcha de interconexiones y dispositivos de comprobación (infraestructura).
- Transferencia por anotación en cuenta (desmaterialización).

- Liquidación continua y entrega contra pago (reducción de riesgos).

### 2.1. Infraestructura: entre octubre de 1990 y marzo de 1991

#### a) Introducción/recepción de datos automatizada (I/RDA)

En enero del año en curso empezó a funcionar una ampliación del servicio INS, al que se ha dotado de facilidades de confirmación. Con esa ampliación, los participantes en el INS pueden dar y recibir datos a través de la *Integrated Data Network* (IDN) de la ISE, mediante dispositivos de transferencia de archivos. Ahora se propone hacer extensivas esas posibilidades de interconexión, u otras semejantes, a las firmas, oficinas y registradores miembros, con arreglo al volumen de información que haya de ser transmitido en cada caso.

El mecanismo de comunicaciones de TAURUS será incluido en la medida de lo posible y refinado conforme

se vayan teniendo nuevos detalles. Se procurará que la sintaxis de las comunicaciones, protocolos y mensajes se ajusten a las correspondientes normas internacionales.

#### b) Seguridad

El sistema diseñado reunirá las condiciones necesarias para que el servicio se realice con seguridad, con especial atención a tres aspectos:

- Confidencialidad.
- Fiabilidad y disponibilidad.
- Rendimiento.

La seguridad material de todos los centros es prioritaria. Por lo que respecta a la confidencialidad, sólo las personas autorizadas tendrán acceso a los datos, y sólo a aquellos datos a los que se refiera su autorización. Algunas informaciones son más sensibles que otras, y se están preparando las oportunas recomendaciones sobre encriptación de datos y autenticación de mensajes. Se adoptarán las medidas necesarias para proteger los datos del sistema contra cualquier forma de acceso no autorizado.

La fiabilidad y disponibilidad se garantizarán con sistemas múltiples de operación e interconexión. El IDN dispone de canalización múltiple desde todas las ubicaciones del Reino Unido e Irlanda. El centro informático está dotado de sistemas de doble operación que proporcionan un respaldo de acceso inmediato, y hay un centro de recuperación de emergencias capaz de absorber toda la carga de datos en proceso.

Los sistemas y la red se configurarán de modo que ofrezcan el rendimiento necesario tanto en carga de trabajo global como en tiempos de respuesta.

#### c) Dispositivos de comprobación para los participantes

En vista de las dimensiones del programa de transformación que se está acometiendo dentro de la ISE y de los sistemas de los participantes, se crearán nuevos dispositivos de comprobación, independientes de los sistemas de producción, que permitan a todos los participantes comprobar el funcionamiento de sus sistemas con la ISE y recibir resultados de las pruebas. Estos dispositivos permitirán a los participantes efectuar comprobaciones de procesos completos a través de TALISMAN/INS/TAURUS, y serán operativos durante y después de la puesta en marcha del sistema, para verificar su solidez y su cumplimiento de las normas.

Se espera que el dispositivo de comprobación para los participantes esté en funcionamiento antes de octubre de 1991. El calendario de su puesta en marcha está siendo objeto de un estudio de viabilidad.

#### 2.2. Transferencia y custodia por anotaciones en cuenta (desmaterialización): octubre de 1991

La transferencia y custodia por anotaciones electrónicas en cuenta son los elementos esenciales de la desmaterialización. Este sistema nuclear comprenderá los siguientes aspectos:

- a) Administración y custodia de valores desmaterializados.
- b) Disponibilidad de todos los tipos de cuenta TAURUS desde el primer momento.
- c) Capacidad de ejecución de las operaciones de TALISMAN con valores desmaterializados.
- d) Posibilidad de modificar o transferir tenencias fuera del sistema TALISMAN.
- e) Capacidad de gestionar todas las operaciones de las sociedades emisoras, esto es, tramitación de dividendos, derechos, *calls*, fusiones, etcétera.
- f) Provisión de datos de las sociedades, entre otros:
  - Datos periódicos, obtenidos rutinariamente o *ad hoc*, de los interventores de cuentas no designados.
  - Datos diarios de los interventores designados.
  - Datos diarios de saldos y operaciones del operador TAURUS.
- g) Mecanismos de préstamo de valores.

#### 2.3. Liquidación continua y entrega contra pago (ECP): octubre de 1992

La liquidación continua se implantará tan pronto como sea viable, teniendo en cuenta el nivel de desmaterialización alcanzado durante el período de incorporación de participantes y tras consultas con el mercado.

La fecha provisional de puesta en marcha de la ECP, como parte del programa de reducción de riesgos, se revisará una vez que se hayan determinado los requisitos detallados del servicio.

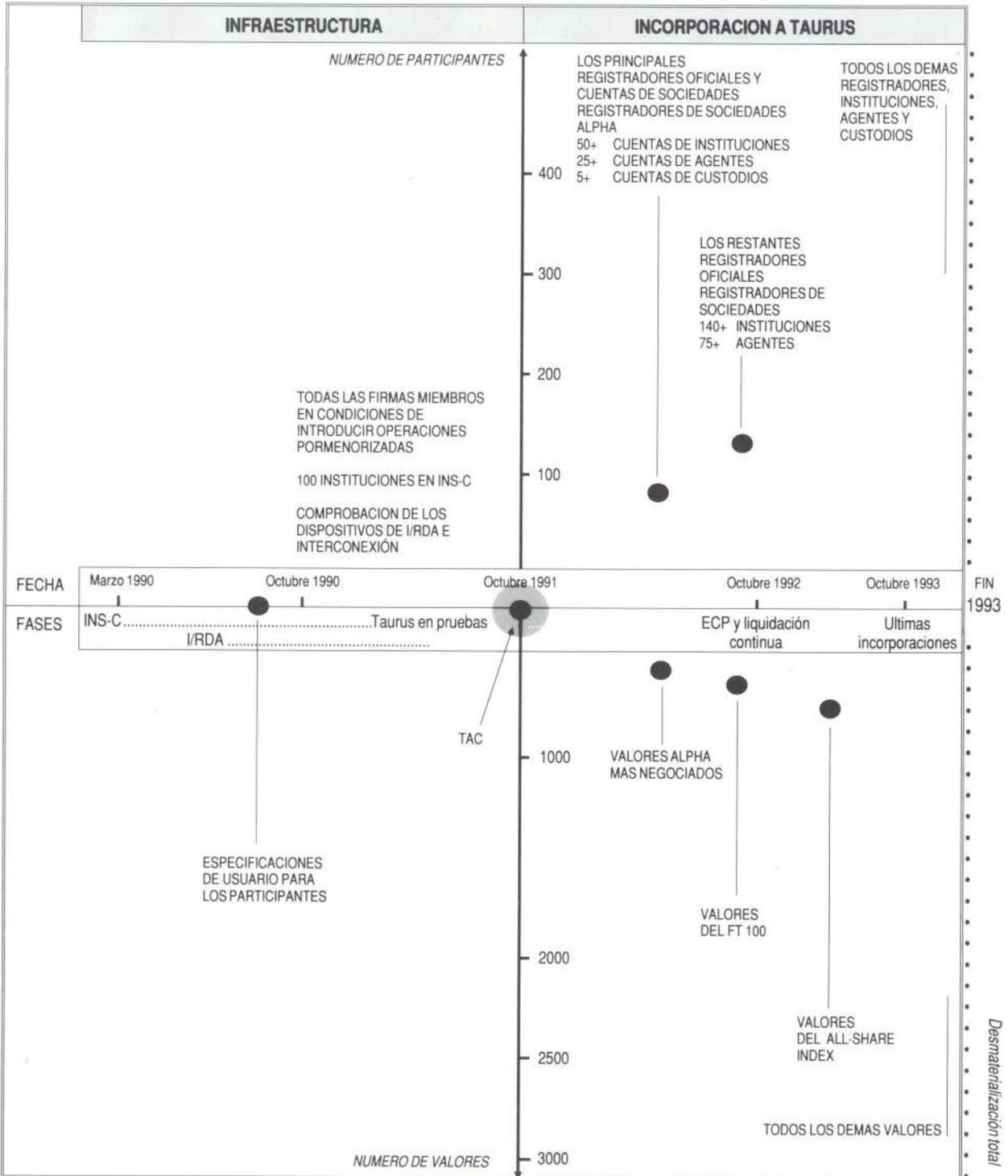
### 3. Estrategia de incorporación para la desmaterialización: octubre de 1991

El objetivo de TAURUS es hacer posible que el mercado llegue a un 100 por 100 de desmaterialización, y el plan de incorporación se ha formulado con miras a reducir en el más breve plazo posible el volumen de operaciones basadas en papel que pasan por el mercado (gráfico 2).

- a) La incorporación inicial se hará con cierto número de los valores *alpha* (3) más negociados y las cuentas de las correspondientes sociedades emisoras.
- b) Participará un número limitado de interventores de cuentas designados y no designados.

Gráfico 2

PREVISION DE OBJETIVOS Y CALENDARIO DE APLICACION



c) El servicio entrará en funcionamiento para tres cuentas en esta forma restringida, seguidas de otras tres cuentas con un pequeño aumento del número de interventores de cuentas y de valores participantes.

d) Pasada esta primera fase de prueba, el sistema se ampliará rápidamente con la entrada de los otros inversores institucionales, custodios y grandes agentes que actúen como interventores de cuentas. En esta etapa se dará entrada a los valores más negociados y otros que lleven los registradores ya integrados en el sistema.

e) Se pretende que las sociedades emisoras que han accedido a desmaterializar sus valores ya emitidos instauren desde el primer momento su cuenta propia. Con la aprobación de los accionistas en caso necesario, las sociedades podrían entonces transferir todas las tenencias a la cuenta de la sociedad, de modo que la desmaterialización fuera total desde el comienzo. Según fueran entrando en el sistema los interventores de cuentas comerciales se les irían traspasando tenencias de la cuenta de la sociedad con arreglo a las instrucciones de los accionistas y tras reconciliación individual con el registrador. Este planteamiento está siendo estudiado por el Ministerio de Comercio e Industria.

Según este plan, se calcula que la mayoría de los interventores de cuentas y la mayoría de los valores activos se acogerían al sistema TAURUS dentro del primer año. El ritmo de incorporación será el más rápido posible y será constantemente vigilado y ajustado en consulta con los participantes. Se prevé que el proceso esté concluido para finales de 1993.

#### 4. Actividades preparatorias

a) Antes de la incorporación de un valor al sistema habrá que instaurar la cuenta de la sociedad para ese valor.

b) Una vez que TAURUS entre en funcionamiento, todos los participantes tendrán que manejar dos sistemas: uno para administrar los valores desmaterializados y otro para los valores actuales con título.

c) Quienes aspiren a ser interventores de cuentas deberá reconciliar sus posiciones de valores con el registro, porque en las cuentas comerciales sólo podrán entrar tenencias convenidas para asegurar su solvencia. Se recomienda que este proceso, que presumiblemente será largo, se inicie lo antes posible.

d) Quienes aspiren a ser interventores de cuentas comerciales deberán decidir si desean llevar una o más cuentas con TAURUS y si van a ser designadas o no designadas.

e) Los participantes tendrán que desarrollar, ensayar y poner en marcha sistemas que les permitan comunicar la información requerida a los registradores (vía TAURUS) y gestionar las operaciones de las sociedades emisoras. La publicación de las especificaciones de entrada y salida y descripciones de procedimiento necesarias está prevista para septiembre de 1990.

f) Se espera que, a su debido tiempo, las sociedades emisoras informen a sus accionistas de los cambios propuestos. No será preciso hacerlo antes de 1991, y para entonces los responsables del proyecto les habrá suministrado toda la información necesaria.

g) Se prevé que, una vez implantado TAURUS, las sociedades emisoras querrán desmaterializar sus títulos, porque el paso al nuevo modo de operación será particularmente importante para los inversores institucionales, y en general beneficioso para los demás participantes en el mercado. Es posible que para que una sociedad dé el primer paso hacia la desmaterialización de sus acciones, estableciendo una cuenta de la sociedad, se requiera el consentimiento previo de los accionistas. Este punto se determinará en conversaciones con el Ministerio de Comercio e Industria, como parte de los trabajos en curso sobre la estructura jurídica.

#### ANEXO 2: EL ANALISIS DE COSTE-BENEFICIO DE TAURUS

Entre los beneficios del programa de reforma propuesto para las operaciones de liquidación hay que contar:

a) Economías tangibles en costes operativos, al desaparecer la manipulación de papel.

b) Economías tangibles, aunque más difíciles de cuantificar, derivadas de la reducción de riesgos y del capital empleado.

c) Beneficios intangibles, tales como una mayor confianza en el mercado británico por parte de los inversores extranjeros y tramitaciones más baratas y más sencillas, factores ambos que seguramente inducirán mayores volúmenes de contratación.

Se ha encargado una evaluación de costes y beneficios a la firma Coopers & Lybrand Deloitte. La investigación debe limitarse a los costes operativos estimados y a las economías tangibles realizables, y el informe definitivo debe ser entregado a finales de marzo. Se considera que si los cambios se justifican ya sólo por esas economías tangibles, la suma de las restantes (no cuantificadas) haría abrumadores los argumentos en pro de la reforma que se propone.

El análisis está casi completo en lo que se refiere a costes y beneficios operativos, y muestra que la implantación de TAURUS producirá un ahorro constante en costes directos, que en un plazo de diez años, suponiendo una tasa de descuento del 15 por 100 y un escalonamiento de los beneficios en tres años, ascendería a casi 225 millones de libras. Con una tasa de descuento del 12 por 100, esa cantidad alcanzaría los 255 millones de libras.

Frente a esas economías habrá que poner los costes de la reforma y de la transición para todo el sector. Hasta ahora sólo se han calculado los costes de la reforma para la ISE (4).

En el resto de este anexo se exponen los supuestos básicos, el planteamiento y los resultados del análisis de coste-beneficio operativo.

## 1. Supuestos básicos

- Desmaterialización al 100 por 100.
- Ningún cambio estructural en el sector.
- Ningún cambio en el volumen del mercado.
- Se desprecia la transferencia de costes por comisiones entre los participantes del sector.

El fundamento de esos supuestos es el siguiente:

a) El objetivo a largo plazo de TAURUS es conseguir la plena desmaterialización de todos los valores negociables —acciones u obligaciones— de sociedades británicas e irlandesas, y se supone que eso puede ser realidad en un período de poco más de dos años.

b) Es probable que el pleno funcionamiento de TAURUS suscite algunos cambios estructurales, conforme algunas empresas descubran que algunas de sus actividades ya no justifican su coste, y otras quizá deseen asumir nuevas funciones rentables. Pero sería prematuro vaticinar desde ahora la forma que puedan adoptar esos cambios. Por consiguiente, a los efectos de este análisis se ha supuesto que la estructura del sector permanezca invariada.

c) El sector está operando en estos momentos por debajo de su capacidad, y podría absorber, por lo tanto, algunos aumentos de volumen. Todo aumento sustancial de volumen debería arrojar niveles de ahorro superiores a lo calculado, conforme empezaran a obtenerse economías de escala.

d) Las economías localizadas se producen en las operaciones tanto de los participantes en todo el sector como del Operador TAURUS. Representan, pues, economías para el conjunto del sector, y en este documento no se pretende abordar la cuestión de la redistribución de esos beneficios y costes.

## 2. Planteamiento

El análisis se centra en los costes y beneficios tangibles que puedan ser atribuidos al funcionamiento de TAURUS, expresados en forma de:

a) Una valoración del ahorro anual neto constante del sector en costes operativos, obtenida por extrapolación de los resultados de una muestra significativa de organizaciones.

b) Una valoración similar del ahorro en la central de liquidación de la ISE.

c) La expresión de esas cifras anuales como valor actual neto, suponiendo una tasa de descuento y un perfil de la acumulación de beneficios de TAURUS a lo largo de un período de transición.

### 2.1. Costes operativos anuales

Para calcular el ahorro neto anual constante en costes operativos se estudiaron las funciones que actualmente se desempeñan y se identificaron los cambios que el funcionamiento de TAURUS introduciría en esas funciones. De ese modo se puede establecer una estimación de la diferencia de coste.

Este «análisis funcional» fue llevado a cabo de manera bastante pormenorizada, visitando una muestra de organizaciones escogidas en cada uno de los principales segmentos del sector y analizando los datos pertinentes.

No todas las organizaciones anotan los costes en relación directa con las funciones. Aun así, con la ayuda de altos directivos de las organizaciones visitadas fue posible calcular los costes por funciones y reconciliar los resultados del análisis con los estados financieros y otros registros de la organización.

Confrontando las funciones proyectadas en el régimen TAURUS con las que actualmente se realizan, fue posible determinar los costes de las nuevas funciones. A efectos de congruencia se confrontaron entre sí organizaciones similares.

Los resultados obtenidos de las organizaciones de la muestra fueron extrapolados por separado desde cada segmento del mercado al conjunto del sector.

Los factores fundamentales que determinan el coste de cada función —«determinantes de costes»— fueron aislados y medidos tanto para las organizaciones de la muestra como para el segmento entero del mercado. A partir de esas dos cifras se pudo calcular la parte del segmento total del mercado representada en la muestra, y sobre esta base se completó la extrapolación.

Entre los determinantes de costes figuraban, por ejemplo, el número de transacciones efectuadas por un agente cada día y el número de tenencias que lleva cada registrador. En algunos casos era de aplicación más de un determinante y, por lo tanto, se calculó una banda de posibles economías. Además, se reconoce que no todas las organizaciones de un segmento del mercado pueden obtener el mismo grado de ahorro. Para dar cabida a esa circunstancia se ha utilizado la regla «80:20», según la cual se supone que un 20 por 100 de las transacciones/tenencias, etc., corresponden a organizaciones que, por las razones que sean, no pueden hacer economías.

### 2.2. Costes operativos centrales

La central de liquidación de la ISE experimentará notables cambios con TAURUS y pasará a formar parte del Operador TAURUS. Se llevó a cabo un análisis de las actividades desempeñadas en cada una de las áreas funcionales de la central y se confrontó el impacto esperado de TAURUS con esas funciones. A partir de ahí, se calcularon los costes operativos futuros y se determinaron las economías netas anuales constantes para el servicio central.

Gráfico 3  
COSTES ECONOMICOS

SEGMENTO DEL MERCADO	ECONOMIAS EN UN AÑO	
	M£ EN LA MUESTRA	M£ TOTAL EXTRAPOLADO
CUSTODIOS	4.2	16.9
INSTITUCIONES	1.0	5.2
AGENTES INSTITUCIONALES	3.0	11.5
AGENTES MINORISTAS EN LONDRES Y PROVINCIAS	1.5	2.1
SOLO EN LONDRES	0.4	4.6
SOLO EN PROVINCIAS	0.1	1.5
REGISTRADORES		5.5
OFICIALES	2.6	
DE SOCIEDADES	0.5	3.0
CENTRAL DE LIQUIDACION DE LA ISE	2.7	2.7
<b>TOTAL</b>		<b>53.0</b>

### 2.3. El valor actual neto

Sumando las economías alcanzables en el mercado y las de la central de liquidación se obtienen las economías anuales netas constantes para el conjunto del sector. Si esas economías netas se descuentan sobre una estimación de la vida útil de TAURUS, utilizando una tasa de descuento razonable, el resultado representa las economías totales que se pueden emplear para financiar los costes de la reforma para el mercado y para la central de liquidación y los costes de la transición.

El estudio supone para TAURUS una vida útil de diez años como mínimo, tres de los cuales serían el período de transición. Los costes de modificación y fortalecimiento de TAURUS se incluyen en los costes de funcionamiento futuros proyectados para el Operador TAURUS. Se ha supuesto una acumulación constante de los beneficios derivados de TAURUS, de manera que, en el primer año, se obtenga un tercio de los beneficios, y en el segundo, dos tercios, y a partir de ahí los beneficios íntegros.

### 3. Resultados

El diagrama del gráfico 3 muestra los resultados del análisis. Las economías realizables en los costes de

cada segmento del mercado aparecen por separado, en primer lugar las descubiertas en la muestra y después las extrapoladas para el segmento total.

A una tasa de descuento del 15 por 100, el valor actual neto calculado según lo descrito asciende a casi 225 millones de libras, mientras que con una tasa de descuento del 12 por 100 el valor actual neto ascendería a 225 millones de libras.

### NOTAS

- (1) No se ha reproducido en esta traducción (nota del editor).
- (2) El calendario se iniciaba a comienzos de 1990 con el diseño del proyecto y concluía a finales de 1993 con la plena implantación del sistema de anotaciones en cuenta (nota del editor).
- (3) Los valores denominados ALPHA son los de mayor contratación en la Bolsa de Londres (nota del editor).
- (4) Esos costes se estiman, en otro anexo, entre 45 y 50 millones de libras esterlinas, a precios de marzo de 1990 (nota del editor).

**BANCO DE LA RESERVA FEDERAL  
DE NUEVA YORK: COMPENSACION Y  
LIQUIDACION DEL MERCADO DE EURO-VALORES  
(Visión de conjunto de Euro-clear y Cedel)**

## I. INTRODUCCION

---

Euro-clear y Cedel son sistemas de entrega contra pago en los que la liquidación es el paso final para las partes contratantes una vez que los valores han sido entregados. Sin embargo, debido a la manera en que cada sistema trata el riesgo de crédito, ninguno posee el mismo grado de simultaneidad de entrega y pago, como en otros sistemas que también se caracterizan por la entrega contra pago (1).

Euro-clear y Cedel tienen muchos puntos en común, aunque existen diferencias clave entre ellas. Para poder entenderlos mejor, ambos sistemas pueden ser considerados como dos subsistemas estrechamente relacionados, pero independientes:

- Un sistema de valores que compensa las transacciones y liquida las operaciones; y
- Un sistema de efectivo que funciona a través de una relación bancaria con facilidades de crédito (2).

Los dos pueden ser considerados como sistemas de proceso discontinuo que operan sucesivamente pasando información clave de un sistema a otro. El tiempo durante el cual opera diariamente cada sistema de valores constituye una de las diferencias fundamentales entre Euro-clear y Cedel.

En Euro-clear, el sistema de valores procesa durante la noche los resultados que aparecerán en la mañana del día de pago. El sistema de efectivo es actualizado durante el día y alcanza su posición final de «remesa» justo antes de que entre en funcionamiento el ciclo de procesamiento del sistema de valores. En Cedel, este ciclo tiene lugar por la tarde, y sus resultados finales se consiguen al acabar el día de liquidación. Los saldos finales de efectivo se liquidan al mediodía, como *input* del ciclo de sistemas de valores.

Durante el ciclo de procesamiento de valores, tanto en Euro-clear como en Cedel se compensan y liquidan las transacciones en un día concreto (3) si se cumplen dos condiciones:

- Que la parte que ha de entregar los títulos tenga disponibles los valores suficientes (4) para efectuar la entrega; y
- Que la parte que ha de recibir los títulos tenga efectivo suficiente y facilidades de crédito para pagar los valores (5).

Si no se cumplen estas condiciones, la transacción se rechaza, notificándolo a ambas partes. Si los valores son entregados contra fondos en proceso de cobro o toma-

dos en préstamo, se toma un margen como garantía en la posición de valores del participante dentro del sistema para asegurar al acreedor.

Los resultados del ciclo de proceso de valores se encuentran disponibles poco después de que se complete dicho proceso, en la madrugada para Euro-clear y al acabar el día para Cedel. Los informes facilitados a cada participante señalan la posición de efectivo de éste, cualquier crédito concedido y la posición de valores, que incluye algún valor prestado o tomado a préstamo. Las transacciones rechazadas también son anotadas.

Los participantes aprovechan el tiempo entre los ciclos de procesamiento de los valores consecutivos para colocar el efectivo, crear líneas de crédito y establecer facilidades de tomar/prestar valores. A una hora determinada, la posición de los participantes se considera «fijada» y la información actualizada es introducida en el siguiente ciclo de procesamiento de valores.

Los valores son entregados al comprador para su pago sólo si: *a)* hay fondos suficientes en la cuenta de efectivo, o *b)* en su línea de crédito se encuentra suficiente importe disponible durante el ciclo de procesamiento. Una vez que se ha producido la entrega contra reembolso, la transacción es definitiva para las partes. De esta manera, se controla el riesgo de Euro-clear y Cedel a través de la relación bancaria.

Las líneas de crédito utilizadas en el ciclo de proceso de valores están basadas en las decisiones bancarias sobre la capacidad crediticia de cada participante. Normalmente se toman en garantía los valores del cliente dentro de ese sistema de compensación y liquidación en particular para cubrir el riesgo de crédito (6). Las transacciones de valores que no se cerraron durante el ciclo de procesamiento de valores permanecen como partidas abiertas entre los dos participantes, y no hay movimientos de efectivo o de valores para estas transacciones. Ni Euro-clear ni Cedel (o los bancos que conceden créditos a través de ellos) asumen ninguna posición intermediaria para las transacciones fallidas. En resumen, una gran parte del riesgo potencial existente en Euro-clear y Cedel es controlado: *a)* por medio de una relación bancaria, y *b)* por el reconocimiento de cada participante de que la parte contraria de una transacción es responsable si hay una falta de la entrega (7).

El resto de este informe estudia con más detalle el mercado de Euro-valores, respaldado por las actividades de compensación y liquidación de Euro-clear y Cedel y la manera específica en que se desarrolla esta actividad en cada sistema. El último apartado estudia la forma en que están relacionados los dos sistemas entre sí (8).

## II. EL MERCADO EUROPEO Y EL PAPEL DE EURO-CLEAR Y CEDEL

---

El mercado de Eurobonos, procedente de los años sesenta, entró en un período de rápido crecimiento a

principio de los ochenta, que continuó hasta el año 1986. En gran parte, se podría atribuir su atractivo, durante este período, a su libertad de reglamentación, impuestos, requisitos de publicación de cuentas y burocracia administrativa.

En 1987, el índice de crecimiento del mercado de Eurobonos disminuyó, especialmente porque los denominados en dólares perdieron su atractivo y porque falló el mercado de pagarés perpetuos a tipo variable. Hasta el 19 de octubre de 1987, los Eurobonos relacionados con acciones representaron un sector creciente de gran actividad, buena parte de ella relacionada con las emisiones japonesas de Eurobonos expresadas en dólares con *warrants*. Después del 19 de octubre, muchos inversores se retiraron a sus mercados domésticos, disminuyendo la actividad. Durante 1988, los volúmenes se recuperaron algo con una emisión total que ascendía de 33.000 millones de dólares en 1987 a 208.000 millones (ver el gráfico 1). Las emisiones en el Euromercado de papel a corto plazo, que habían disminuido en 1987, se relanzaron sustancialmente en 1988 junto con diversos programas de emisión de papel Eurocomercial.

La tendencia general del mercado de Eurobonos parece que quiere dar un papel más importante a otras monedas que no sean el dólar. Aunque el sector del dólar sigue siendo el mayor, la participación de otras monedas ha ido aumentando progresivamente en los últimos años. Basado en datos de un informe de Salomon Brothers de 1987, el cuadro núm. 1 recoge el análisis de emisiones

**CUADRO NUM. 1**  
**BONOS INTERNACIONALES Y EXTRANJEROS**  
**EN LOS MAYORES MERCADOS DE BONOS**

	Miles de millones de dólares	Porcentaje del Euromercado	Porcentaje de todos los valores en la moneda (**)
Dólar .....	434,6	50,6	10,4
Yen .....	106,9	12,5	5,0
Marco .....	104,0	12,1	12,8
Franco suizo .....	80,5	9,4	46,9
Libra esterlina .....	54,5	6,3	16,4
Dólar australiano.....	18,4	2,1	25,0
Franco francés .....	11,0	1,2	3,2
Otros (*) .....	48,1	5,6	3,5
Total .....	858,0	100,0	9,1

(\*) Italia, Canadá, Bélgica, Dinamarca, Suecia, Holanda.

(\*\*) De esta manera, los 434,6 miles de millones de dólares, expresados en valores en el Mercado Europeo, representan un 10 por 100 de los títulos emitidos en dólares en todo el mundo.

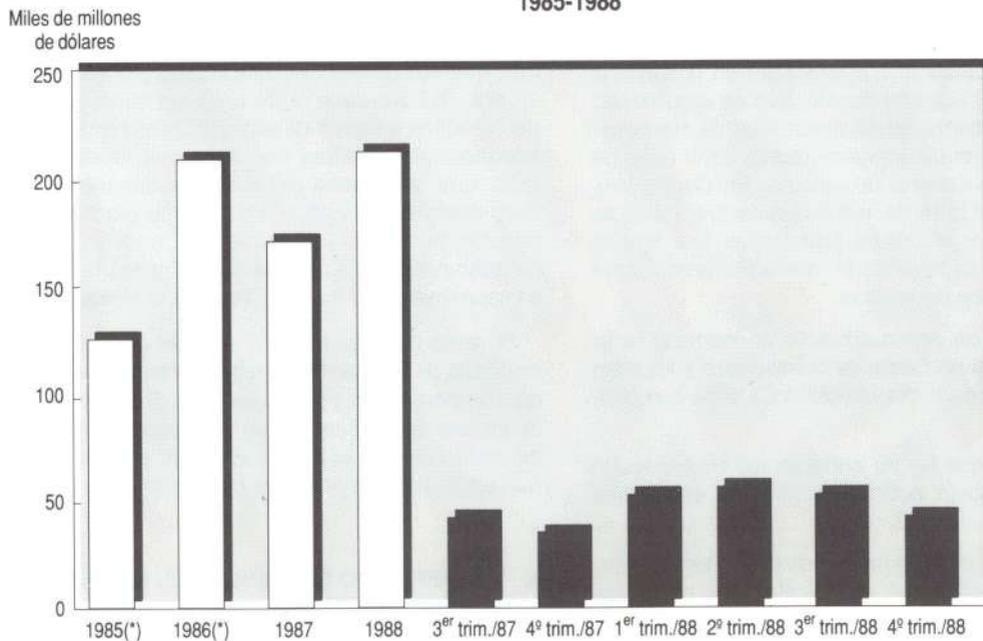
Fuente: Salomon Brothers: *International Bond Analysis*, 20-5-1988.

en vigor en el mercado de Eurobonos por moneda de emisión.

En 1988, el volumen de negocios de Euro-clear y Cedel permaneció casi inactivo en términos tanto de número de transacciones como de valor en dólares, con algún paso desde Euro-clear hacia Cedel durante el año (ver el cuadro núm. 2). Esta variación se puede atribuir, en parte, a la relativa fuerza de Euro-clear con respecto a instrumentos en dólares y a la importancia decreciente de este grupo.

**Gráfico 1**

**EMISION TOTAL DE EUROBONOS**  
**1985-1988**



(\*) Los resultados de 1985 y 1986 incluyen bonos extranjeros americanos, ingleses y japoneses.

Fuentes: ICMS Database, IRF.

**CUADRO NUM. 2  
VOLUMEN DE NEGOCIOS  
DE EURO-CLEAR Y CEDEL**

	EURO-CLEAR		
	1988	1987	1986
Volumen de contratación (billones de dólares) .....	2,9	3,1	2,3
Valor de los títulos custodiados (miles de millones de dólares) ..	610	527	402
Número de transacciones (millones) .....	6,7	7,3	5,8
Número de participantes .....	2.456	2.248	2.053

	CEDEL		
	1988	1987	1986
Volumen de contratación (billones de dólares) .....	1,7	1,6	1,2
Valor de los títulos custodiados (miles de millones de dólares) ..	279	208	156
Número de transacciones (millones) .....	4,0	4,3	3,4
Número de participantes .....	2.251	1.997	1.764

Fuente: Publicaciones de Euro-Clear y Cedel.

### III. EURO-CLEAR

#### Estructura organizativa

Euro-clear tiene tres entidades independientes. El Euro-clear Clearance System Public Limited Company adquirió el Sistema de Euro-clear de Morgan Guaranty

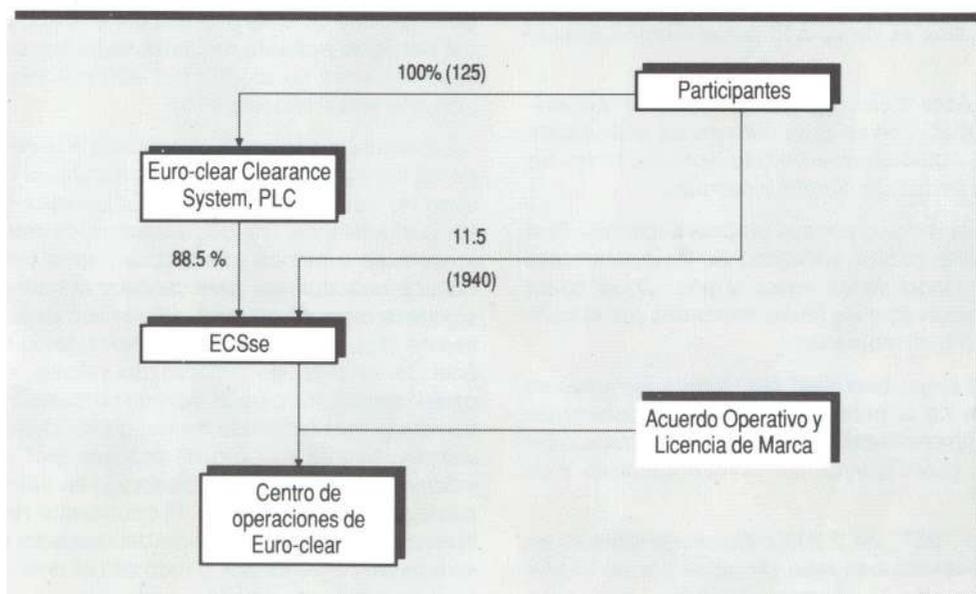
en 1972. Es propiedad de 125 participantes y tiene a su disposición una persona que trabaja a tiempo completo en su única oficina de Zurich. Hace poco tiempo concedió una licencia a ECSsc, una sociedad cooperativa instituida bajo leyes belgas con domicilio social en Bélgica. ESCsc es propiedad de todos los participantes (9) y de Euro-clear Clearance System Public Limited Company (ver gráfico 2). ESCsc tiene un Consejo de Administración de 22 miembros que establecen la política a seguir y aprueban las cuotas y descuentos. ESCsc recibe las cuotas y paga los costes relacionados con la operación de Euro-clear.

El Centro de Operaciones de Euro-clear es el órgano independiente de Morgan Guaranty, Bruselas, que gestiona el sistema de Euro-clear bajo contrato de ECSsc. Todo el efectivo y los valores depositados en el sistema de Euro-clear están en las cuentas de Morgan Guaranty y no en las cuentas de los propietarios del sistema Euro-clear. Las cuentas de Euro-clear en Morgan Bruselas son independientes y diferentes de cualquier otra cuenta que los participantes puedan tener con Morgan Guaranty, tanto en Bruselas como en cualquier lugar del mundo. Todos los profesionales del Centro de Operaciones de Euro-clear están empleados por Morgan, pero trabajan a tiempo completo en el Centro de Operaciones.

El Centro de Operaciones está dividido en siete departamentos separados que incluyen sus propios grupos de auditoría e investigación estratégica. El Departamento Comercial es responsable de las decisiones bancarias y crediticias que permiten que el sistema funcione con eficacia.

Gráfico 2

#### SISTEMA DE COMPENSACION DE EURO-CLEAR Propietarios y operaciones



Euro-clear tiene contratos con otros bancos depositarios en mercados financieros claves de todo el mundo. Estos depositarios ofrecen a Euro-clear un servicio de custodia y, generalmente, sirven de agente de pagos de los valores. También pueden redepósitos los valores con sistemas de compensación domésticos como el DTC en Nueva York o el *Kassenverein* en Alemania.

#### IV. CEDEL

##### Estructura organizativa

Fundado en 1970, Cedel (10) tiene su base en Luxemburgo y se rige por las leyes de dicho país. Cedel es una sociedad cooperativa, propiedad de más de 100 accionistas procedentes de 16 países. Está al servicio de más de 2.000 participantes en 27 monedas. Según propia descripción, Cedel opera para facilitar la circulación, custodia y dirección de valores y metales preciosos, a cambio de pago. Desde 1982, Cedel ha estado bajo la supervisión de las autoridades monetarias de Luxemburgo, el «Institut Monétaire Luxembourgeois». Como «dépôttaire Professionel de Titres», Cedel disfruta de un *status* especial bajo las leyes de Luxemburgo que lo hacen distinto de los bancos, ya que sólo otras instituciones financieras profesionales tienen permiso para abrir una cuenta con Cedel y sus depósitos de efectivo están directamente relacionados con las transacciones de valores.

El Consejo de Administración, compuesto por 40 miembros, cuida los intereses de los accionistas, junto con un Comité Ejecutivo de 12 directores que se reúnen regularmente y cuando es necesario.

El Comité Ejecutivo está asistido por un Consejo Asesor de cuatro personas, un Comité de Admisiones y Crédito de seis personas y un Comité de Auditoría, cada uno de los cuales es designado por el Comité Ejecutivo (11).

El Consejo Asesor es un grupo no ejecutivo que asesora a la compañía en un gran número de actividades. El Comité de Admisiones y Crédito aprueba todas las solicitudes de líneas de crédito y cuentas.

Además de la revisión por sus propios auditores, Peat Marwick también realiza auditorías de las operaciones y cuentas de Cedel varias veces al año. Cedel opera asimismo de acuerdo a las líneas marcadas por el Instituto Monetario Luxemburgués.

La principal responsabilidad del Comité Ejecutivo es la formulación de la política general. Las operaciones corrientes están confiadas a los escalones ejecutivos del propio Cedel, que depende del Comité Ejecutivo y de los directores.

A finales de 1987, los 2.200 millones de dólares en activos de Cedel estaban representados por un capital y reservas en torno a 37 millones de dólares. Los activos fijos representan ocho millones de dólares. Los depósitos por los participantes, de 2.100 millones de dólares,

constituyen la mayoría de los pasivos a corto plazo. Sus correspondientes partidas en el activo son efectivo y depósitos en bancos, por 2.000 millones y exigible, y depósitos en garantía por 0,2 mil millones. Cedel se enfrenta a un riesgo crediticio bajo porque todos sus préstamos en aquella categoría están totalmente garantizados y el valor de la garantía se determina de acuerdo con el mercado, más unos márgenes para cubrir el propio riesgo del mercado (12). Así, la base de capital parece respaldar primariamente riesgos operativos (13).

##### EL PUENTE ENTRE EURO-CLEAR Y CEDEL

Con dos sistemas de compensación y liquidación, que procesan valores similares para muchos participantes comunes, aunque en diferentes momentos del día, la necesidad de mover eficientemente títulos de un sistema a otro resultó evidente. Para solucionar esta necesidad se desarrolló una conexión electrónica entre los dos sistemas. Los principios de esta conexión o puente son muy simples:

- Euro-clear tiene una cuenta con Cedel.
- Cedel tiene una cuenta con Euro-clear.
- La liquidación de las transacciones se hace por anotación en cuenta.
- El saldo neto de caja se liquida diariamente.
- Los valores se reasignan entre los sistemas periódicamente, cuando los depósitos en custodia lo justifican.

En la práctica, cada sistema ve al otro como «otro participante más», don dos cualificaciones. La primera, que el volumen de títulos que se mueve de Euro-clear a Cedel y de éste a Euro-clear cada día provoca a menudo la necesidad de gran volumen de efectivo y crédito durante cada ciclo de proceso por el sistema. La magnitud del posible crédito requerido es tal que se ha establecido una línea de crédito por 400 millones de dólares con diferentes entidades (14).

La segunda diferencia es respecto a la irrevocabilidad de las transferencias efectuadas durante el ciclo de proceso de valores. Normalmente, si un valor se transfiere en cualquiera de los dos sistemas, la transacción es irreversible a menos que ambas partes den entrada a nuevas instrucciones para cancelar la transacción en el siguiente ciclo de proceso. En el caso de Euro-clear, al menos (15), cuando éste se desprende de los títulos al final de su ciclo de proceso de valores, estos títulos están disponibles para el ciclo de proceso de Cedel, que comienza más tarde ese mismo día. Si Cedel acepta los valores durante su ciclo de proceso (por ejemplo, los valores a transmitir), la transacción es idéntica a la de cualquier otro participante. El contravalor en efectivo de la entrega se abona a la cuenta del vendedor y los valores se adeudan al vendedor, y todo ello se notifica a primera hora de la mañana del día de la liquidación. Si por alguna razón Cedel no acepta los valores, éstos «vuelven» a Euro-clear al final del ciclo de proceso de Cedel. En este

caso, Euro-clear cancela la liquidación —reorganizada por la mañana— abonando los valores al vendedor y adeudando la cuenta de caja del vendedor antes del siguiente ciclo de proceso.

La configuración de valores entre los dos sistemas, como resultado del tráfico entre ambos, se efectúa con total independencia de la transferencia de los derechos de propiedad o de efectivo. Tiene lugar cuando uno de los dos sistemas se da cuenta de que tiene muchos depósitos de custodia en o del otro sistema. Cuando es necesario «equilibrar» las cuentas, los títulos físicos son transferidos de un depósito a otro, normalmente en la misma ciudad y a veces en la misma institución, si ambos sistemas usan el mismo depositario.

## NOTAS

(1) En particular, las tesorerías estadounidenses procesan en tiempo real basado en el Fedwire, con un cargo-abono simultáneo tanto para el efectivo como para los valores. El NSCC (*National Securities Clearing Corporation*) y la DTC (*Depository Trust Company*) acumulan continuamente transacciones, llegando a posiciones netas continuas que son liquidadas al terminar el día.

(2) Ambos sistemas también operan un sistema de préstamo de valores, aunque con lazos de unión bastante diferentes a estos dos sistemas clave. Estos sistemas de préstamo de valores están diseñados principalmente para permitir una liquidación de transacciones más rápida y operar con relativa independencia con respecto a los controles de riesgos descritos para los sistemas de valores y efectivo, que constituyen la base de las operaciones de compensación y liquidación.

(3) Se deben dar una serie de condiciones técnicas para que las operaciones se consideren «casadas» y se ejecuten.

(4) Los valores pueden ser propios o prestados.

(5) Las facilidades de efectivo incluyen tres requisitos: contar con fondos, notificaciones previas de los fondos que van a

recibirse en ese día y cualquier capacidad de préstamo predefinida. No todos los participantes cuentan con los dos últimos requisitos.

(6) Es decir, las posiciones de valores de un participante dentro de Cedel estarían disponibles como garantía dentro de Cedel, pero no supondrían una garantía para Euro-clear. De forma parecida, las reservas de Euro-clear valdrían para propósitos de garantía Euro-clear, pero no en Cedel.

(7) La responsabilidad específica de esta transacción requiere que los participantes elijan a las partes contrarias con mucho cuidado.

(8) Ambos sistemas también cuentan con enlaces electrónicos con varios sistemas de países de todo el mundo.

(9) A finales de 1987, alrededor de 1.950 de los 2.250 participantes eran propietarios de parte de la cooperativa. De estos participantes, alrededor de un 55 por 100 son bancos, algo menos del 40 por 100 son agencias o sociedades de valores y el resto son compañías de seguros, instituciones gubernamentales, compañías inversoras, etcétera.

(10) *Centrale de Livraison de Valeurs Mobilières* significa «Centro de Compensación de Valores».

(11) El Comité de Auditoría incluye al auditor interno designado por Cedel. Los auditores internos a tiempo completo de Cedel dependen del Comité de Auditoría.

(12) Como se describe más adelante, los créditos a tres partes son entre el prestamista y el prestatario, con Cedel actuando como agente para determinar la adecuación de la garantía y completar el interés del prestamista en esa garantía. Cedel no soporta ningún riesgo de crédito en esa operación.

(13) Cedel también lleva un seguro general con cobertura por incidente de 125 millones de dólares. Además, los bancos depositarios son responsables por su propia operativa y llevan su propio seguro contra este riesgo.

(14) La línea de crédito se ha incrementado repetidas veces y normalmente puede ser mayor.

(15) Se mantiene el interrogante sobre si Cedel enfoca las transacciones de la misma manera.

**BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES:  
INFORME SOBRE SISTEMAS DE COMPENSACION  
Basilea, febrero 1989**

## **1. INTRODUCCION**

---

1.1. En junio de 1988, el Grupo de Expertos en Sistemas de Pagos de los bancos centrales de los 10 Grandes («Grupo de Pagos») decidió elaborar un informe sobre los diferentes tipos de sistemas financieros internacionales de compensación, que han empezado sus operaciones recientemente o están siendo seriamente considerados. El objetivo era evaluar los acuerdos que podrían utilizarse para compensar las cantidades que los bancos se deben entre sí, procedentes de contratos de divisas o de órdenes de pago, de una manera bilateral o multilateral. Se entendía que estos acuerdos tendrían que ser analizados con vistas no sólo a su contribución en la eficacia de los mercados financieros y sistemas internacionales de pago, sino también por su efecto sobre los riesgos de contrapartida y de liquidez. Los riesgos de sistema eran motivo de preocupación especial. Con el objetivo de obtener información para este informe, en la última mitad de 1988 un Grupo de Trabajo discutió con varios operadores y promotores de sistemas de compensación interbancaria sobre aspectos técnicos, legales y financieros. Este informe se basa en estas discusiones, pero no se refiere específicamente a ningún acuerdo de compensación existente o en consideración en particular.

1.2. Este informe analiza los acuerdos de compensación desde dos puntos de vista distintos: primero, como modelos de cómo se pueden asignar los riesgos de crédito y liquidez en las diferentes estructuras de compensación y pago, y segundo, como ejemplos de las difíciles cuestiones de política financiera internacional surgidos por el desarrollo y aplicación de los sistemas de pagos utilizados en operaciones internacionales (o «paraísos fiscales») y los acuerdos contractuales de compensación. El cuerpo analítico del informe se centra en los temas de riesgo de crédito y liquidez. Sin embargo, como se indica en el apartado de «Sumario y observaciones» del informe, y también a lo largo de todo éste, la aplicación de estos acuerdos, en el contexto de las operaciones internacionales, pone en duda ciertas hipótesis básicas que subrayan las percepciones actuales de la operación y la supervisión de los mercados bancarios internacionales.

1.3. Al comienzo de este informe debería destacarse que suele haber una distinción entre los acuerdos de compensación de obligaciones, tales como los contratos de divisas, y los de órdenes de pago. Por muchas razones, los derechos implícitos en los contratos de divisas difieren en naturaleza de aquellos que son otorgados por órdenes de pago. Además, un contrato de divisas «al contado» puede tener una fecha de valor uno o dos días posterior, mientras que una orden de pago puede

tener valor «el mismo día» en que es creada. Sin embargo, en este informe, un contrato de divisas y una orden de pago comparten la característica de que ambos pueden estar sujetos a los mismos tipos de sistemas de compensación. El informe se basa en este hecho con respecto a su análisis de riesgos en formas institucionales de compensación.

1.4. También habría que señalar que un acuerdo de compensación multilateral de divisas que comprendiese miembros de diversos países podría ser utilizado en principio como un sistema de pago. Esto implica que las preocupaciones acerca de los sistemas de pago pueden, bajo ciertas circunstancias, extenderse directamente a los acuerdos de compensación de divisas.

1.5. Este informe está dividido en siete apartados. Tras esta introducción, en el apartado 2 destacan algunas observaciones clave realizadas por el Grupo de Pagos, alguna de ellas sobre temas que están fuera del alcance de este informe. En el apartado 3 se hace un análisis sobre los tipos de riesgos financieros a los que están expuestos los miembros de los sistemas de compensación, mientras que en el 4 se exponen las razones por las que los bancos pueden participar en los acuerdos de compensación y el porqué una variedad de proveedores pueden ofrecer tales facilidades. El apartado 5 hace un breve análisis de las bases legales de la compensación y el 6 estudia cuatro tipos institucionales de acuerdos de compensación y analiza sus diferentes características de riesgo. Por último, el apartado 7 presenta una perspectiva global de la naturaleza de los riesgos de liquidez a los que los miembros se exponen en estos sistemas de compensación. El anexo contiene un glosario de algunos de los términos que aparecen en este informe: con esto se pretende ofrecer una base sólida en un campo en donde las inconsistencias terminológicas han causado hasta ahora excesivas confusiones.

## **2. SUMARIO Y OBSERVACIONES**

---

2.1. Actualmente los bancos tienen un gran interés en disminuir tanto los riesgos de crédito de contrapartida como los flujos de pago interbancarios. Estos incentivos parece que inducen a «innovaciones estructurales» en los procedimientos de compensación interbancaria y de liquidación, que, en parte, toman la forma cada vez más frecuente de proposiciones de acuerdos interbancarios de compensación. Aunque el enfoque de este informe se encuentra en los cambios de los riesgos de crédito y liquidez derivados de la compensación de las transacciones interbancarias, el Grupo de Pagos cree que estas innovaciones estructurales implican potencialmente una política más amplia. En particular, los acuerdos de compensación pueden provocar cambios significativos en el carácter financiero de los mercados interbancarios afectados, y también pueden hacer variar las relaciones internacionales entre los sistemas bancarios nacionales. Estos cambios suscitan preguntas sobre el alcance y calidad de la supervisión y vigilancia de los bancos centrales

sobre las liquidaciones en sus monedas, y también sobre la supervisión de los cambiantes sistemas de pago «de paraísos fiscales» como tales.

### **Eficiencia y riesgos de la compensación**

2.2. *Eficiencia de la compensación.* Los incentivos para reducir los riesgos de crédito y flujos de pago proceden de diversas fuentes. Primero existen los costes de transacción, que incluyen las comisiones y gastos de comunicación, para la liquidación de las transacciones de divisas; también existen costes implícitos para mantener saldos, y costes, implícitos o explícitos, para obtener créditos con el objetivo de efectuar las liquidaciones. Como el volumen de las transacciones continúa aumentando, los bancos se encuentran bajo presión para reducir todos estos costes. Segundo, existe una preocupación creciente entre los banqueros en cuanto al deseo general de reducir riesgos de contrapartida.

Tercero, y en parte en respuesta a la próxima implantación del Acuerdo de Basilea sobre exigencias de capital (1), los banqueros están intentando reducir, donde sea posible, las exigencias de capital asociadas con sus riesgos de crédito. Al mismo tiempo, los proveedores de servicios de comunicación e informática intentan ampliar sus negocios con la comunidad financiera y consideran estos hechos como una oportunidad para conseguirlo.

2.3. Los mecanismos para compensar acuerdos y pagos interbancarios pueden producir las eficiencias deseadas en los mercados interbancarios y en los procedimientos de pago. Sin embargo, las eficiencias definidas estrictamente necesitan ser comparadas con los costes asociados a los riesgos de crédito y liquidez que puedan ser asignados o reasignados por una estructura concreta de compensación y pago. La eficiencia general de un acuerdo de compensación no puede ser juzgada solamente en base a las aparentes reducciones en gastos de comunicación, o incluso en base a las reducciones de crédito requeridas normalmente para liquidar unas transacciones de un volumen y valor dados. Los juicios sobre la eficiencia general deberán considerar el impacto de los acuerdos de compensación no sólo en cuanto al riesgo de contrapartida de los miembros, sino también tener en cuenta el nivel general y la asignación del riesgo financiero al sistema bancario como un todo. Las «externalidades», que son a menudo el resultado de los riesgos administrativos, necesitan ser evaluadas. Además, si el traspaso de riesgos entre las partes y en las operaciones internacionales no está claramente definido y comprendido, los acuerdos interbancarios de compensación pueden crear incertidumbre al oscurecer la actual asignación de los riesgos.

2.4. El traspaso de riesgos originado por los acuerdos de compensación puede resultar particularmente problemático cuando las eficiencias de los costes de transacción son disfrutadas por los bancos de un país, mientras que los riesgos de crédito o liquidez asociados con la liquidación de pagos resultante del sistema de compensación pueden darse en el sistema bancario de

otro país. Este sería el caso, por ejemplo, cuando la compensación de pagos interbancarios en una moneda determinada se efectúa fuera del país de emisión de esa moneda, mientras que la liquidación final de las cantidades netas resultantes se hace en el sistema de pago doméstico para esa moneda.

2.5. *Evaluación de riesgo de las estructuras de compensación.* El Grupo de Trabajo analizó varios tipos de acuerdos de compensación. Algunos fueron organizados para llevar a cabo una compensación bilateral y otros para realizar una compensación multilateral. Algunos se basan en la compensación de posiciones financieras («compensación de posición»), pero de manera tal que las partes siguen siendo responsables de la liquidación de cantidades brutas. Otros contienen o proponen medidas que, de ser legalmente aplicables, convertirían a los miembros en responsables de las liquidaciones, pero únicamente de las cantidades compensadas («compensación por novación»). Un tipo de acuerdo establecería una cámara de compensación que sustituiría como contrapartida central en operaciones enviadas por los miembros para ser compensadas en el acuerdo, con el objetivo de llevar a efecto una compensación multilateral obligatoria entre los miembros («compensación multilateral por novación y sustitución»).

2.6. Basándose en el análisis del apartado 6, el Grupo de Pagos cree que se pueden sacar ciertas conclusiones generales con respecto a la asignación de los riesgos de crédito y liquidez que se producen por las diferentes formas institucionales de compensación. De esta manera, asumiendo la aplicabilidad legal de los acuerdos de compensación, el Grupo de Pagos cree que los acuerdos con obligaciones financieras o de pago en vigor pueden ser clasificados de la siguiente manera, en comparación con el caso de falta de compensación:

a) La compensación bilateral de posiciones reduce los riesgos de liquidez para las contrapartidas, y quizá para otros, como los corresponsables bancarios, en comparación con la falta de compensación, pero no altera el riesgo de crédito de la contrapartida o puede inducir aumentos de riesgo si los riesgos netos son tratados como si fueran verdaderos.

b) La compensación bilateral por novación reduce tanto los riesgos de liquidez como los de crédito a las contrapartidas, y posiblemente para el sistema financiero (en igualdad de condiciones) relativo a los casos de falta de compensación y de posiciones bilaterales de compensación.

c) La compensación multilateral de posiciones puede reducir, bajo ciertas circunstancias, los riesgos de liquidez respecto a los casos de falta de compensación y de compensación bilateral; si ocurren impagos importantes, los riesgos de liquidez pueden ser mayores; los riesgos de crédito son los mismos o incluso mayores en el caso de no compensación; los riesgos de crédito son mayores que en el caso de compensación bilateral por novación.

d) La compensación multilateral por novación y sustitución puede reducir los riesgos de liquidez más que

ninguna otra forma institucional, pero esto depende especialmente de la fortaleza financiera de la entidad encargada de ofrecer contrapartida central en la compensación; si su liquidez es débil, los riesgos de liquidez de esta entidad pueden ser mayores que en el caso de compensación bilateral por novación; sus riesgos de crédito son generalmente más bajos que en otras fórmulas examinadas, dependiendo de la identidad y condición de la institución central encargada de actuar como contrapartida.

2.7. *Validez del acuerdo de compensación.* Una consideración clave en los acuerdos para efectuar una compensación vinculante de pagos u obligaciones es que los acuerdos de compensación son legalmente válidos y aplicables. Esta consideración se extiende, indudablemente, a muchos otros acuerdos de compensación desarrollados o considerados en los últimos años. Si el supuesto no se ajusta a los acuerdos regulados por las leyes de los diferentes centros financieros, los riesgos de crédito y liquidez pueden ser mucho mayores de lo que se creía. Además, para evaluar los riesgos de cualquier sistema de compensación actual o en estudio los bancos centrales y los supervisores necesitarán examinar la totalidad de los detalles operativos, financieros, legales y otros factores institucionales relacionados con el sistema.

### Problemas de política más generales

2.8. El Grupo de Pagos cree que, además de las asignaciones de riesgos de crédito y de liquidez producidos por los diferentes acuerdos de compensación, se necesita centrar la atención en temas adicionales de política que pueden surgir por el desarrollo y aplicación de estos sistemas.

2.9. *Implicaciones monetarias.* En lugar del intercambio de obligaciones financieras individuales de pago en dinero, la mayoría de los sistemas de compensación funcionan de manera que una obligación financiera es sustituida por una obligación compensatoria similar, y sólo se paga con efectivo la diferencia neta. En realidad, dos contrapartidas, o un grupo entero de compensación, pueden alcanzar la misma posición financiera a través de dicha compensación, que de otra manera hubiera requerido un gran número de instrucciones de pago, junto con los correspondientes flujos monetarios, para llevar a cabo estas instrucciones. De este modo, los sistemas para la compensación obligatoria de divisas y otras obligaciones financieras ofrecen un servicio que es un sustituto muy parecido a la función del dinero como medio de cambio.

2.10. Con el tiempo, el desarrollo a gran escala de estos acuerdos de compensación puede motivar un cambio cuantitativo y cualitativo en los procesos de pagos interbancarios. La demanda bancaria de saldos dentro del mismo día y de un día para otro que tiene lugar en los bancos centrales, y posiblemente el crédito procedente de los bancos centrales, pueden verse afectados. El aumento de acuerdos de compensación también

puede afectar a las perspectivas de desarrollo de los mercados organizados de crédito interbancario, que son discutidos de vez en cuando en varios países. Además, los bancos centrales necesitarán examinar los sistemas de pagos para poder evaluar plenamente los temas relativos a la integridad y eficiencia de los acuerdos monetarios clave.

2.11. *Implicaciones financieras.* Un amplio desarrollo de la cámara de compensación o acuerdos multilaterales similares tendrán la posibilidad de cambiar significativamente la estructura de las relaciones de crédito interbancario. Hasta cierto punto, los bancos ya están sustituyendo la contratación en los mercados de futuros organizados, como los mercados de futuros del Euro-dólar, para tomas de posición en tipos de interés y de cambio en mercados de dinero o depósito. A este respecto, las posiciones netas en los organismos de compensación ya han reemplazado los riesgos brutos de crédito interbancario en los mercados de depósitos.

2.12. Los mercados de divisas interbancarios, y otros mercados como el mercado de *swaps*, son mercados no oficiales de valores. Sin embargo, el desarrollo de las cámaras de compensación multilaterales en estos mercados, según las líneas que actualmente se han propuesto, afectará a los riesgos de crédito de forma parecida a la que produciría el establecimiento de un mercado organizado. La contrapartida final la ofrecería una cámara de compensación o sociedad de compensación, y el riesgo de crédito debería calcularse dependiendo de los recursos financieros de la cámara de compensación.

2.13. El Acuerdo sobre exigencias de capital de Basilea otorga un riesgo cero a las reclamaciones bancarias contra una sociedad de compensación asociada con un mercado financiero organizado, siempre que estén sujetas al cálculo de márgenes diarios. Los cobros debidos por cualquier cámara de compensación que haya sido creada para netear divisas u otras transacciones interbancarias *over-the-counter*, no recibirían este tratamiento, porque no estarían asociados con un mercado «organizado». Sin embargo, algunos creen que, en principio, aunque no necesariamente en la práctica, tales cámaras de compensación podrían tener unas características de riesgo similares a las sociedades de compensación para mercados organizados.

2.14. *Repercusiones sobre la supervisión y la inspección del banco central.* Existe una preocupación permanente por parte de los bancos centrales de asegurar que las filiales extranjeras de las organizaciones bancarias multinacionales sean adecuadamente supervisadas. El Acuerdo de Basilea (2) asigna la responsabilidad de supervisión de las filiales bancarias extranjeras a las autoridades del país anfitrión y el país de origen. Sin embargo, los acuerdos de compensación multilaterales internacionales o de los paraísos fiscales presentan diversas complicaciones en la asignación de responsabilidad de supervisión, y de hecho, actualmente pueden escapar a la supervisión o inspección de cualquier autoridad.

2.15. Primero, los acuerdos de compensación formalizados y los sistemas de pago en los paraísos fiscales

son cualitativamente diferentes de las organizaciones bancarias individuales. Tales acuerdos pueden ser considerados como agrupaciones de bancos individuales con riesgos de crédito y liquidez estrechamente interrelacionados y que tienen reglamentaciones y procedimientos operativos comunes. Debido a los riesgos de sistema inherentes al desplazamiento de riesgos entre los miembros, proveedores y agentes de pago en sistemas multilaterales, puede ser necesario considerar si los supervisores deberían examinar los riesgos de crédito, liquidez y de operación a nivel de cada sistema en general.

2.16. Segundo, el hecho de compartir internacionalmente la responsabilidad de supervisión de tales sistemas puede ser problemático. Por ejemplo, las autoridades del país anfitrión de un sistema de paraíso fiscal estarán probablemente muy interesadas en supervisar los riesgos de crédito, liquidez y de operación de las instituciones y mercados dentro de su jurisdicción. Los supervisores de los diferentes países en los que operen los miembros multinacionales en este sistema de paraíso fiscal también tendrán intereses en cualquier sistema que afecte la solvencia y liquidez de las instituciones que ellos supervisen. Al mismo tiempo, el banco central del país de emisión de cualquier moneda compensada en este sistema de paraíso fiscal tendrá interés en varias cuestiones monetarias o de supervisión relativas a la eficacia e integridad de los mercados que utilizan su moneda. En una cámara de compensación multilateral de varias monedas habrá más de un «país de emisión» importante. Además, la compensación de los paraísos fiscales no tiene por qué ser proporcionada por una institución bancaria, y los miembros de tales acuerdos no tienen por qué ser bancos. Por ejemplo, la función de compensación de un acuerdo multilateral podrá ser suministrada por un proveedor de comunicaciones que puede no estar basado en el país de los miembros ni en el país de emisión de la moneda, mientras que los miembros podrían incluir tanto a bancos como otros tipos de instituciones financieras, o incluso compañías no financieras. La división apropiada y el reparto de las responsabilidades de supervisión en tales casos serán extremadamente problemáticos.

2.17. Otro problema para la supervisión de una cámara de compensación o acuerdos similares sería, en algunos países, el causado por la jurisdicción coincidente de las autoridades domésticas de supervisión. Como se dijo anteriormente, tales cámaras de compensación tienen, probablemente, características similares a las sociedades de compensación de mercados bursátiles y de futuros organizados. Así, en países donde las autoridades encargadas de supervisar la banca, los valores y los mercados de futuros se encuentran divididas en dos o más organismos oficiales, pueden surgir problemas de jurisdicción. Además, si se aplican diferentes medidas o métodos de supervisión a través de organismos diferentes, las diversas soluciones regulatorias en distintos países pueden implicar diferencias en la supervisión y extenderse a distintas cámaras de compensación similares en los diferentes países.

2.18. *Servicios del Banco Central.* Se está desarrollando un número de propuestas para crear acuerdos multilaterales de compensación de divisas. Parte de estas propuestas podrían consistir en que los bancos centrales deberían facilitar la liquidación y otros servicios para el desarrollo y aplicación de tales acuerdos. La demanda de tales servicios provocaría una diversidad de cuestiones para los bancos centrales individuales, incluyendo, entre otros, los derechos jurídicos de sociedades especiales de compensación para obtener servicios; la legalidad y conveniencia de crear cuentas de bancos centrales para no residentes; los pagos nocturnos; las transferencias de fondos nocturnas para acomodar pagos; el acceso al crédito de bancos centrales, y el uso de garantías.

### 3. TIPOS DE RIESGO FINANCIERO

---

3.1. Los miembros de los sistemas de compensación y de los mercados financieros típicos están expuestos a diferentes tipos de riesgo financiero. Primeramente tienen que correr con el *riesgo del crédito*. Este es el riesgo de que una contrapartida no satisfaga una obligación cuando ésta vence, y nunca pueda saldar esa obligación por su valor total. La bancarrota de una contrapartida es, a menudo, asociada con este tipo de problemas, pero también puede haber otras causas. En el sistema de compensación de *pago*, las pérdidas por incumplimientos debidas al estado de bancarrota de las contrapartidas se consideran como el principal débito menos los posibles recobros de las partes deudoras. Los intereses perdidos también pueden ser una pérdida importante. En un sistema de compensación de *obligaciones*, las pérdidas resultantes del incumplimiento de una contrapartida serían normalmente calculadas a partir de los costes de reposición de uno o más contratos que no han sido liquidados. Pero, sin embargo, si una de las partes contractuales incumple tras haber recibido los pagos de la otra parte, pero antes de haber realizado los pagos bancarios requeridos (en la misma u otra moneda), la pérdida volvería a ser por el principal (menos los recobros) (3).

3.2. En segundo lugar, los miembros corren con el *riesgo de liquidez*. En una definición estricta, éste es el riesgo de que los pagos de compensación no se realicen cuando vencen, aunque una o más de las contrapartidas tenga suficientes activos y patrimonio neto para pagarlos. Las causas de los problemas de liquidez pueden ser, por ejemplo: incapacidad temporal para convertir los activos en efectivo, diferentes dificultades operativas o la imposibilidad de los corresponsales bancarios para efectuar las funciones de pago.

3.3. El riesgo de que una de las partes incumpla sus obligaciones de compensación hacia una o más contrapartidas se denomina a veces *riesgo de liquidación*. Este riesgo puede contener elementos de riesgo de crédito, riesgo de liquidez o ambos. La utilización del término «riesgo de liquidación» varía considerablemente, y tam-

bién puede depender de la situación que se esté analizando. Para no crear confusión en este informe no se va a utilizar más este término. En su lugar, los conceptos de riesgo de crédito o liquidez se usan cuando uno de éstos es el riesgo financiero definitivo del que se habla.

3.4. Generalmente, el concepto de riesgo de liquidez se define más ampliamente, haciendo referencia a una amplia gama de obligaciones que los miembros contraen en los mercados financieros, incluyendo pagos debidos dentro de sistemas de compensación específicos. El riesgo consiste en que un miembro de un mercado financiero no tenga suficientes recursos líquidos para efectuar *todos* sus pagos en la fecha debida, incluyendo sus obligaciones en un sistema de pago. Esta noción es útil, porque reconoce implícitamente que los problemas de liquidez en un sistema de pago pueden sumarse a, o ser parte de, problemas de liquidez mucho mayores dentro de una economía.

3.5. En tercer lugar, los sistemas de pagos y los mercados financieros pueden estar generalmente sujetos al *riesgo de sistema*. Este es el riesgo de que la incapacidad de un miembro de un sistema de pagos, o de los mercados financieros, para satisfacer obligaciones cuando éstas vencen, conduzca a que otros miembros tampoco satisfagan sus obligaciones cuando deban. Para poder analizar el término hay que distinguir entre «riesgo de liquidez sistémico» y «riesgo de crédito sistémico». Entre los diferentes tipos de riesgo, el riesgo de sistema es, generalmente, el que más nos interesa a la hora de evaluar los riesgos asociados con los sistemas de pago.

#### 4. EL MERCADO DE LOS ACUERDOS DE COMPENSACION

---

4.1. Los bancos y otras sociedades establecen acuerdos de compensación con respecto a sus obligaciones de pagar y recibir cantidades en divisas por cuatro objetivos diferentes como mínimo. El primero es reducir el número de los mensajes de pago que han de ser intercambiados entre las contrapartidas y sus correspondientes bancarios en el país de cada moneda importante. Esto reduce los costes de transmisión de mensajes y, posiblemente, los costes de manipulación, así como la posibilidad de errores por parte de los correspondientes. También ofrece una supervisión y conciliación sencillas.

4.2. El segundo objetivo es reducir los riesgos de crédito y liquidez de la contrapartida. Esto puede hacerse llegando a acuerdos formales que se parecen, en muchos aspectos, al derecho jurídico de la «contrademanda» entre las obligaciones de un banquero hacia su contrapartida y sus cobros debidos a esa contrapartida. Un sistema de compensación legalmente aplicable reducirá el riesgo de crédito de un banco sobre sus transacciones de divisas impagadas de una cantidad bruta a una neta, sobre una base diaria o en base a una posición

total, dependiendo de la forma adoptada de compensación.

4.3. El tercer objetivo es reducir la necesidad de liquidez o crédito diario, que sirve de puente temporal entre pagos brutos e ingresos brutos. La necesidad de esta liquidez diaria puede ser especialmente acuciante si los pagos han de ser enviados y recibidos a través de sistemas interbancarios, que utilizan o están sujetos al crédito obligatorio o a restricciones a los descubiertos durante el día. La compensación también puede reducir la necesidad de mantener saldos líquidos de compensación, en el día a día, con correspondientes extranjeros o en el banco central de la moneda en cuestión.

4.4. El objetivo final de la implantación de un sistema de compensación está relacionado con la puesta en vigor del Acuerdo sobre exigencias de capital de Basilea. Al efectuar una reducción obligatoria en sus activos o pasivos en o fuera de balance, empleando la compensación u otro procedimiento, un banco puede ser capaz de reducir al mínimo la cantidad de capital libre asignado a esta línea de su negocio.

4.5. Estas diversas demandas de sistemas de compensación se están cubriendo con una oferta creciente. Los avances en la tecnología de la información han hecho posible que las redes interbancarias, las compañías de informática y telecomunicación y otros proveedores, puedan ofrecer facilidades de compensación sobre una base comercial competitiva. Los mensajes de pago automático, sistemas seguros de procesamiento y las comunicaciones puntuales, contribuyen a crear una situación donde los proveedores pueden ofrecer sustanciales beneficios operativos, aparte de reducir los riesgos de crédito y liquidez.

#### 5. FORMAS LEGALES DE COMPENSACION

---

5.1. Se pueden aplicar varias formas legales distintas de compensación a las transacciones convencionales de divisas, al contado o a plazos, como también a una amplia variedad de otras obligaciones y pagos financieros (4). «La compensación de posiciones» es una forma de compensación bajo la cual dos bancos acuerdan, de manera informal, realizar un pago neto entre ellos por cada moneda y fecha de valor por las que se deben varias cantidades. (Esto también se denomina «compensación de pagos» o «agrupamiento de pagos».) Como no existe ningún cambio en sus obligaciones contractuales, los riesgos de crédito entre las partes no sufren modificaciones, permaneciendo legalmente obligados por las cantidades brutas de sus transacciones. Sin embargo, se reduce el número de mensaje de pago y la cantidad de fondos necesaria para el pago ordinario de sus transacciones.

5.2. Las contrapartidas también pueden acordar una compensación vinculante de sus obligaciones de pago bilaterales. Dos bancos pueden reconocer que tienen varias obligaciones para pagarse cantidades recíproca-

mente en una moneda establecida y en una fecha única y llegar a un acuerdo formal para aceptar una única cantidad neta, de uno al otro, en cumplimiento de esas obligaciones de pago. Esto puede ser denominado legalmente «compensación vinculante de pagos». Este tipo de compensación no efectúa directamente un cumplimiento de los contratos de divisas subyacentes u otras obligaciones que han generado los pagos que se compensan, y las partes se mantienen obligadas a liquidar las cantidades brutas de estas obligaciones.

5.3. «La compensación por novación» ofrece los medios para reducir el riesgo de crédito de la contrapartida al efectuar el cumplimiento de cada contrato de divisas individual, u otras obligaciones, al compensarse. (Esto también puede llamarse «compensación de obligaciones».) Dos bancos pueden llegar a un acuerdo formal por el cual una cantidad neta quedará pendiente entre ellos por cada fecha de valor futura en cada moneda que negocien. Esto se consigue haciendo la compensación de la segunda, y de cada operación posterior, con la primera, en esa fecha y moneda concreta, y por lo tanto, se efectúa un contrato nuevo (novado) por las cantidades netas. Este proceso de novación puede ocurrir automáticamente en el día de la operación, con el intercambio de confirmaciones entre los dos bancos: el acuerdo bilateral puede disponer que, en el momento en que coincidan las confirmaciones, los contratos previos tendrán que haber sido satisfechos por medio del proceso de novación, resultando, por tanto, anulados y reemplazados por el contrato novado. Este proceso puede ser repetido un número infinito de veces hasta llegar a la hora límite de la fecha de liquidación concreta. Entonces, las instrucciones de liquidación para las cantidades netas finales se envían a los corresponsales bancarios de los miembros en los países de las monedas concernientes.

5.4. La finalidad de la compensación por novación es lograr todos los objetivos descritos anteriormente en el apartado 4. En concreto, su propósito es reducir el riesgo de liquidez, tanto para la contrapartida como para su corresponsal bancario, y reducir el riesgo de crédito de la contrapartida desde una base bruta a una neta con respecto a cada diferente fecha futura. La utilidad de la compensación por novación, en términos de reducción de estos riesgos, depende totalmente de la aplicabilidad legal del contrato neto novado que ha reemplazado los contratos originales brutos de forma que no puedan ser reactivados por el comisario de una contrapartida que ha suspendido pagos o ha quebrado.

5.5. Se puede elaborar un acuerdo bilateral para la compensación por novación con el fin de asegurar que las cantidades netas novadas que se encuentran pendientes de pago en diferentes fechas futuras para cada moneda, formen una corriente única de pagos pendiente amparada en el contrato marco entre los dos bancos. Si se respeta este acuerdo, cualquier liquidador o administrador de la quiebra de uno de estos bancos no podrá ser selectivo con respecto a las monedas o los pagos que se reciban o se efectúen en diferentes fechas futuras.

5.6. Aunque la compensación por novación es, esencialmente, un mecanismo bilateral, puede ser aplicado multilateralmente entre un grupo mayor de bancos, pero, en tal caso, se puede encargar a un tercero —por ejemplo, alguna forma de cámara de compensación— que lleve a cabo la obligación neta novada como contrapartida para cada banco participante. Este proceso se denomina «novación y sustitución».

5.7. «La compensación por liquidación» se refiere al tratamiento de las obligaciones futuras entre dos bancos cuando ocurre un determinado caso de incumplimiento, como el nombramiento de un receptor o liquidador. Dos bancos pueden establecer un acuerdo formal bilateral estipulando que, si ocurre un caso de liquidación, el actual valor de todas las cantidades futuras pendientes entre ellos serán calculadas para entregar las cantidades pendientes en ese día, y luego volver a ser calculadas en moneda base para efectuar un solo pago al o del banco cerrado, que el liquidador o administrador de la quiebra está obligado a pagar, para satisfacer todas las obligaciones pendientes entre los dos bancos (5). La liquidación se puede aplicar a deudas y cobros brutos derivados de los contratos originales entre los dos bancos, o a sus deudas y cobros netos novados, en el caso de que ambos también participen en un acuerdo de compensación por novación. Las estipulaciones de liquidación se encuentran en los acuerdos de compensación bilaterales y multilaterales.

5.8. Como la compensación por liquidación sólo se aplica cuando ocurre un caso determinado, puede no tener repercusiones sobre los diversos mensajes de pago que circulan entre los bancos miembros y sus corresponsales en sus relaciones operativas habituales. Igualmente, tampoco afecta al riesgo de liquidez o al riesgo de crédito con respecto al corresponsal bancario de la contrapartida por la moneda en cuestión; ni tampoco a las dificultades que surgen durante el día, que pudieran influir en el proceso habitual de liquidación.

5.9. Además de realizar una compensación de acuerdo con los términos contractuales establecidos, las partes pueden gozar de *derechos legales para compensar* determinadas obligaciones legales frente a contrapartidas directas. Estos derechos entran en funcionamiento al calcular las cantidades pendientes entre las partes en el caso de incumplimiento, inclusive la bancarrota, y funcionan, si es pertinente, como cantidades a compensar por deudas legalmente admisibles. Sin embargo, la existencia y aplicabilidad de estos derechos están sujetas a un grado significativo de incertidumbre, ya que éstas dependen de la ley local, por medio de los procedimientos legales de litigio, bancarrota y otros semejantes. Además, la existencia y alcance de tales derechos varía de un país a otro. Así, aunque los derechos de contrademanda pueden reducir ciertos riesgos de crédito bruto, hasta llegar a cantidades netas entre las contrapartidas, es probable que la virtualidad de estos derechos esté sujeta a una incertidumbre mayor y, por tanto, también al riesgo de crédito que los contratos de compensación legalmente vinculantes.

## 6. FORMAS INSTITUCIONALES DE COMPENSACION ESTUDIADAS Y SUS RIESGOS

6.1. El Grupo de Trabajo consideró varios de los acuerdos interbancarios de compensación existentes y en estudio, tanto para las obligaciones de divisas como para los pagos en efectivo. De acuerdo con las formas legales de compensación mencionadas anteriormente, las características de riesgo de los acuerdos estudiados pueden dividirse en cuatro formas o tipos institucionales distintos, que difieren entre ellos con respecto a su naturaleza bilateral o multilateral, el carácter legal de las cantidades netas pendientes y la existencia de una contrapartida central. Estas formas son: compensación de posición bilateral, compensación por novación bilateral, compensación de posición multilateral y compensación por novación y sustitución multilateral. Los sistemas de comunicación interbancarios pueden ser considerados como parte de un acuerdo institucional que es independiente del proceso de compensación o una parte de él.

6.2. Un acuerdo adicional, que podría denominarse «no compensación», ofrece un punto de referencia para evaluar los riesgos de crédito y liquidez de los diferentes sistemas de compensación. En el caso de no compensación, se da por supuesto que las obligaciones brutas permanecen pendientes hasta que son cumplidas y liberadas por el pago. La *misma* regla se aplica tanto a las obligaciones de divisas como a los pagos (6).

6.3. En ciertos centros financieros se han utilizado diferentes acuerdos informales de compensación de divisas. Estos acuerdos, que proceden generalmente de los esfuerzos para reducir el número de pagos que se realizan entre las contrapartidas, incluyen la *compensación bilateral de posiciones*. Por ejemplo, en la fecha valor de un grupo de contratos de divisas, parejas de bancos de contrapartida pueden calcular cantidades netas pendientes entre ellos y establecer los contratos de forma bilateral con los pagos por cantidades netas. Sin embargo, las implicaciones jurídicas de estos acuerdos no son generalmente claras, por lo que se da una situación en la que las obligaciones brutas permanecen pendientes hasta que son satisfechas y eximidas por el pago. Para los sistemas de pago el caso de no compensación hace referencia a la situación en que los pagos (brutos) individuales permanecen pendientes hasta que son efectuados y liquidados.

a) La compensación bilateral de posiciones reduce los riesgos de liquidez de las contrapartidas y quizá de otros, como los corresponsales bancarios, relacionados con el caso de la no-compensación; pero deja inalterable el riesgo de crédito de la contrapartida o puede provocar aumentos de riesgo si las posiciones netas son consideradas como auténticas posiciones sin liquidar.

b) La compensación por novación bilateral reduce tanto el riesgo de liquidez como el de crédito para las contrapartidas y, posiblemente, para el sistema financiero (en igualdad de condiciones), en relación con el caso de no-compensación y el de compensación bilateral de posiciones.

c) La compensación multilateral de posiciones puede reducir, bajo ciertas circunstancias, los riesgos de liquidez relacionados con los casos de no-compensación y compensación bilateral; si existen incumplimientos importantes, los riesgos de liquidez pueden ser mayores; los riesgos de crédito son los mismos o incluso mayores que en el caso de no-compensación; los riesgos de crédito son mayores que en el caso de compensación bilateral por novación.

d) La compensación multilateral por novación y sustitución puede reducir los riesgos de liquidez más que cualquier otro esquema institucional, pero esto depende especialmente de las condiciones financieras de cualquier contrapartida central con respecto a la compensación; si la liquidez de la contrapartida central es débil, los riesgos de liquidez de esta forma institucional pueden ser mayores que en el caso de la compensación bilateral por novación; los riesgos de crédito de este esquema institucional son generalmente menores que en otras formas que han sido estudiadas, y están de nuevo sujetos a la identidad y condición de cualquier contrapartida central.

## 7. PERSPECTIVA GLOBAL DEL RIESGO DE LIQUIDEZ

7.1. La implantación de los acuerdos de compensación de pago en los paraísos fiscales representa un cambio importante de la configuración existente en el período posterior a la guerra, en el que cada país ha mantenido los principales sistemas de compensación para su propia moneda. La implantación de acuerdos de divisas y otras cámaras de compensación extendería aún más el uso de mecanismos de compensación institucionalizados y centralizados en los principales mercados interbancarios. De este modo, ha surgido la necesidad de revisar la estructura global de liquidación en los sistemas de pago de los paraísos fiscales y los acuerdos de compensación de obligaciones futuras, así como la de centrarse en los problemas globales del riesgo de liquidez. El Grupo de Pagos ha seleccionado cuatro temas para su estudio:

a) *Las repercusiones de la compensación, per se*, en los riesgos de liquidez de los miembros, tanto en los acuerdos bilaterales como en los multilaterales, y el de sus corresponsales bancarios.

b) El papel del agente de pagos en los sistemas multilaterales y la *asignación de los riesgos de liquidez entre el agente de pagos y los miembros*.

c) *Las implicaciones internacionales del riesgo de liquidez en los acuerdos de compensación de los paraísos fiscales*, en particular la asignación de riesgos internacionales entre el agente de pagos y los miembros.

d) *Las repercusiones de los acuerdos centralizados de las cámaras de compensación de la pluralidad de divisas sobre el riesgo general de liquidez del mercado*.

7.2. *Las repercusiones de los acuerdos de compensación* inciden generalmente en la reducción de riesgos de liquidez de los corresponsales bancarios y otras entidades involucradas en el proceso de pago. Sin embargo, como decíamos anteriormente, hay que hacer una distinción importante entre los acuerdos de compensación basados en la compensación por novación, que es jurídicamente aplicable, y aquellos basados en una sencilla compensación de posición. Ambos tipos de compensación reducen los riesgos de liquidez bajo circunstancias normales, en las que la escasez de liquidez puede ser sobrellevada con éxito sin incumplir pagos u obligaciones incluidas en una compensación. El riesgo de liquidez disminuye porque las cantidades pendientes de pago son reducidas por la compensación. Sin embargo, sólo los sistemas de compensación por novación funcionan en la reducción de los riesgos de liquidez en circunstancias que podrían de otra forma conducir a un impago de cantidades netas (7). En tales circunstancias, un impago en la compensación de posición puede llegar a crear unos problemas de liquidez mayores, y por ello, mayores riesgos que los acuerdos de compensación con no-compensación.

7.3. A continuación presentamos un análisis más técnico de las repercusiones de la compensación sobre la posición de dinero neto, o liquidez, de los corresponsales bancarios en *circunstancias normales*. Sin la compensación, un corresponsal bancario puede recibir instrucciones de pago de sus bancos clientes durante el día para depositar fondos en la cuenta de un segundo corresponsal. Este puede, a su vez, recibir instrucciones para depositar fondos en la cuenta del primero. En la práctica, ambos corresponsales no cuentan con la certeza de la existencia, hora de llegada y cantidades de estos pagos compensados, que son las fuentes de riesgo para su posición final de efectivo («liquidez» o «reserva») de cada día. De hecho, la compensación bilateral y, en un mayor grado, la compensación multilateral, asegura que los pagos de compensación se hagan simultáneamente, eliminando con ello una fuente de riesgo de liquidez para los corresponsales bancarios individuales.

7.4. Un análisis parecido se aplica a parejas o grupos de bancos que efectúan pagos u obligaciones directamente a través de los sistemas de pago y liquidación interbancarios. Las parejas de bancos, por ejemplo, pueden conocer el calendario de pagos pendiente entre ellos en una fecha determinada. Sin embargo, puede existir incertidumbre sobre el momento de pago dentro del día, posibilidad de errores, fallos informáticos parecidos y otros. El efecto de la compensación es reducir las repercusiones de estas fuentes de riesgo sobre la posición de liquidez de los bancos, en igualdad de condiciones. Los grupos de bancos que realizan pagos u obligaciones a través de estos sistemas interbancarios se encuentran en una posición similar a la de los corresponsales bancarios. Para el grupo en general puede haber varias órdenes importantes de pago que se compensen. Cada banco individual, sin embargo, no está generalmente seguro de la existencia, momento y magnitud de estos pagos. De nuevo, la compensación multilateral reduce

las repercusiones de esta incertidumbre sobre las posiciones de efectivo de los bancos.

7.5. Se puede esperar que la compensación de obligaciones tenga algunas implicaciones monetarias a largo plazo a través de los efectos en las variables, tales como demandas bancarias de efectivo y de crédito. La compensación reduce la cantidad de saldos de los bancos centrales durante el día y al final del día (el crédito de los bancos centrales o el facilitado por los bancos privados), necesarios para efectuar los pagos de un determinado conjunto de obligaciones de los sistemas de pago interbancarios finales en un país determinado. También se puede esperar que la menor incertidumbre con respecto a la posición de efectivo de los bancos reduzca la demanda de dinero neto tanto a lo largo del día como al final del mismo. Además, *en un contexto global*, los sistemas de compensación de pluralidad de divisas (obligaciones) pueden afectar simultáneamente a las demandas bancarias de efectivo en varios países. Pero tales efectos y su magnitud final son extremadamente difíciles de prever.

7.6. El *papel de un agente de pagos* en un acuerdo de compensación multilateral es, como mínimo, recibir los pagos de los deudores netos en la compensación y efectuar desembolsos a acreedores netos. Un agente de pagos también puede tener funciones bancarias, como la de facilitar crédito para financiar los pagos y mantener la garantía para asegurar las obligaciones de pago. Normalmente, un agente de pagos también seguirá el desarrollo de los pagos en los casos de dificultad operativa y financiera. En algunos aspectos, el agente de pagos puede convertirse en el regulador *de facto* de un acuerdo de compensación multilateral, en particular si es el responsable de establecer las condiciones de acceso al acuerdo y determinar la aceptabilidad de los contratos individuales de compensación.

7.7. *La asignación de los riesgos de liquidez* entre un agente de pagos y los miembros de un acuerdo de compensación multilateral depende de las funciones bancarias atribuidas al agente de pagos. Por un lado, el agente de pagos puede no correr con riesgos de liquidez. Esto, de hecho, asigna los riesgos de liquidez del pago a los miembros de este sistema. Por otro lado, un agente de pagos podría correr con todos los riesgos de liquidez del pago. Por ejemplo, el «agente» podría efectuar pagos a acreedores netos *antes* de recibir las cantidades pendientes de los deudores netos en una compensación, financiando de esta forma un pago. Esto asigna todos los riesgos de liquidez al «agente». Sobre todo, es importante reconocer que los riesgos de liquidez en los acuerdos de compensación son creados por alguien, y por ello es necesario analizar y manejar estos riesgos adecuadamente.

7.8. Los sistemas de paraísos fiscales crean algunos problemas concretos para solventar las dificultades de liquidez, en caso de que surjan, por razón de las diferencias horarias y geográficas. Estos problemas también afectan al tamaño y asignación del riesgo de liquidez. Por ejemplo, en horas de pago en un sistema de paraíso

fiscal será de noche o de madrugada en otros países. Los directores generales de los bancos internacionales que participan en los sistemas de los paraísos fiscales puede que no se encuentren disponibles para ser consultados o tomar las decisiones necesarias para resolver los problemas de liquidez y completar los pagos en el tiempo debido. De forma parecida, tampoco se puede encontrar disponible el personal destinado a estas cuestiones en el banco central de algunos países. Estos y otros problemas parecidos pueden implicar que el mercado de la moneda en cuestión carezca de los medios, a esa hora concreta, para permitir que cualquier requisito de liquidez sea cubierto en el mercado.

7.9. Además, cuando un sistema de compensación localizado en un paraíso fiscal cuenta con miembros de varios países, las autoridades de, al menos, tres categorías de países pueden estar interesadas en su desarrollo: el país anfitrión del sistema, cualquier país en donde los bancos miembros en él tengan sus oficinas centrales y, posiblemente, el país que emite la moneda compensada en el sistema.

7.10. Los acuerdos de los paraísos fiscales también pueden tener *implicaciones específicas internacionales en el riesgo de liquidez*. Puede haber un problema de dependencia de pagos si los pagos de un sistema de paraíso fiscal se efectúan utilizando un sistema de pago neto en el país que emite la moneda de pago («país de emisión»). Si los problemas de liquidez retrasan los pagos al sistema en el país de emisión, entonces los pagos para el sistema de paraíso fiscal también pueden retrasarse. Menos posible en la práctica, pero lógicamente posible, es el riesgo de que los retrasos al dar entrada a *alguno* de los pagos del sistema de paraíso fiscal pueda crear restricciones de liquidez o retrasos de pago en el país de emisión.

7.11. Los mecanismos adoptados por los sistemas de pago de los paraísos fiscales pueden tener implicaciones directas en la asignación de los riesgos de liquidez concentrados en un sistema de compensación de un paraíso fiscal. Por ejemplo, si los pagos al sistema de paraíso fiscal se realizan por medio de corresponsales bancarios o sistemas de pago que operan privadamente en el país de emisión, el riesgo de liquidez puede caer en primer lugar sobre el sistema bancario privado de ese país. Si los bancos centrales ofrecen servicios de pago internacionales a sistemas de paraísos fiscales, el riesgo de liquidez puede desplazarse a los bancos centrales. Sin embargo, si el banco central, o un corresponsal bancario, de un país huésped compensa los pagos de un sistema de paraíso fiscal, el riesgo de liquidez puede ser asumido implícitamente por dicho país anfitrión.

7.12. La perspectiva de que puedan surgir cámaras de compensación centralizadas multidivisa para atender mercados tradicionales de divisa subraya la injerencia de los problemas relativos a la estructura internacional de compensación y riesgo de liquidez que se están poniendo de manifiesto con la aparición de mercados de futuros y de opciones en divisas. Probablemente, una cámara de compensación en cada país compensaría los

contratos en las monedas internacionales más importantes y también en otras monedas. Los miembros serían probablemente los bancos internacionales de diversos países y del propio país anfitrión (8). Incluso los pagos para una sola cámara de compensación de divisas es probable que necesiten pagos cuidadosamente establecidos en el tiempo en el país de emisión por *cada* moneda negociada en la cámara de compensación.

7.13. La cámara de compensación sería considerada como un agente de pagos para el acuerdo de compensación, en caso de que se le requiriese cobrar y abonar liquidaciones en efectivo. Además, como la cámara de compensación sería la contrapartida central para los contratos de divisas, soportaría importantes riesgos de liquidez en un primer momento.

7.14. Así, cualquier propuesta para negociar el pago de obligaciones en divisas a través de una cámara de compensación originaría, como mínimo, tres problemas importantes de liquidez. Primero, el desarrollo de nuevas instituciones financieras centrales a gran escala originaría dudas a propósito de la relación financiera implícita entre los bancos centrales y tales instituciones. La concentración de riesgos de liquidez, soportados anteriormente por un gran grupo de corresponsales bancarios, en una institución de la que dependerían los bancos y mercados internacionales, convertiría a las cámaras de compensación en organismos claves para el funcionamiento de los mercados financieros.

7.15. En segundo lugar, los acuerdos de la cámara de compensación tendrían que afrontar los riesgos de liquidez derivados de operaciones cruzadas en divisas, incluso cuando los créditos por compensación en una moneda debidos a un miembro compensaran totalmente los débitos de compensación pendientes por parte de ese miembro en otra moneda. Si el miembro no saldara la deuda, una cámara de compensación cubierta con márgenes o garantías prendarias podría cubrirse frente al riesgo de crédito. Sin embargo, la cámara de compensación podría experimentar un problema temporal de liquidez si los créditos en una moneda no pudieran ser liquidados rápidamente para satisfacer el pago de obligaciones en otra moneda a tiempo.

7.16. En tercer lugar está el clásico problema puesto de manifiesto por el caso Herstatt. Por ejemplo, una cámara de compensación podría elegir el pago de cada moneda lo antes posible en una determinada fecha valor. Esto conduciría a una secuencia de pagos desplazándose de una zona horaria a la siguiente, siguiendo el curso del sol. Según este enfoque, está claro que la implantación de cámaras de compensación no eliminaría necesariamente los efectos de liquidez derivados del cierre de un banco, mientras una parte de sus contratos de divisas permanezca sin liquidar. En general, este análisis apunta a la necesidad de una gestión cuidadosa de la liquidez multidivisa y de sus garantías, tanto por parte de las futuras cámaras de compensación como de sus miembros.

7.17. Si una cámara de compensación fuera a administrar los pagos a través de las cuentas en una institu-

ción financiera diferente, como sería probable, entonces se vería envuelto el «agente de pagos» designado. Una posibilidad es que uno o más corresponsales bancarios actuara como agente de pagos en cada moneda. El incumplimiento de pago por parte de estos bancos expondría a la cámara de compensación a serios riesgos de liquidez entre otros y, por tanto, a todos sus miembros. Si el horario de pagos requiere que una cámara de compensación efectúe todos los pagos, en todas las monedas, antes de los desembolsos, los pagos podrían encontrarse en peligro durante largos períodos de tiempo. Estos períodos serían más cortos en el caso de pagos divisa a divisa secuenciales.

7.18. Se ha sugerido que los bancos centrales podrían actuar como agentes de pagos para las cámaras de compensación, con preferencia a los bancos comerciales. Esta sugerencia suscita un número de cuestiones importantes que requerirían un análisis detallado. Por ejemplo: ¿necesitarían los bancos centrales abrir cuentas a una cámara de compensación, o posiblemente un miembro, que no tuviera presencia física en el país del banco central? ¿Tendrían que ampliar los bancos centrales su horario de operaciones para efectuar los pagos de la cámara de compensación? ¿Cuál sería el efecto sobre los mercados de dinero doméstico de cualquier ampliación del horario? ¿Existirían compromisos implícitos de ayuda financiera para la cámara de compensación? ¿Necesitaría un banco central custodiar las garantías prestadas a la cámara de compensación por sus miembros? ¿Podrían ser movilizadas tales garantías para ofrecer apoyo a los pagos en otras monedas, implicando a otros bancos centrales?

7.19. El enfoque alternativo de que los bancos comerciales actuaran como agentes de pago para las cámaras de compensación también suscita algunas cuestiones importantes para los supervisores y bancos centrales de los bancos y monedas implicados. Como se explicó anteriormente, podría concentrar el riesgo de liquidez en esos bancos; esto, a su vez, podría tener consecuencias en los pagos de estos bancos a través de sus sistemas de pago domésticos, particularmente si el acuerdo de la cámara de compensación tiene poder para deshacer las posiciones netas diarias de sus participantes.

7.20. Por último, hay que tener en cuenta las implicaciones de una serie de cámaras de compensación de divisas en diversos países. Sería normal relacionar estas cámaras de compensación de alguna manera, de forma que negociasen las transacciones de divisas internacionales y, de este modo, obtener mayores beneficios de la compensación. Pero los riesgos de liquidez del sistema derivados de tales relaciones necesitarían ser evaluados minuciosamente. Si una cámara de compensación dentro de un sistema interrelacionado tuviera un problema de liquidez, sería posible que todo el sistema interconectado experimentase también un problema potencial.

7.21. En resumen, la implantación de cámaras de compensación centralizadas podría considerarse, en términos de riesgo de liquidez, una solución equilibrada.

Por una parte, la compensación de obligaciones reduciría el riesgo de liquidez de los miembros en la cámara de compensación y, posiblemente, en los mercados financieros en general. Por otra parte, la centralización de los pagos podría agravar los problemas de liquidez en el caso de que ocurrieran. A la hora de evaluar los riesgos de liquidez de cualquier propuesta sobre cámaras de compensación es necesario que ambos factores se ponderen.

## NOTAS

(1) *Convergencia internacional de medición y definición de capital*, Comité de Regulaciones Bancarias y Supervisión, Basilea, julio 1988.

(2) *Reglamentación para la supervisión de las filiales bancarias en el extranjero*, Comité de Regulaciones Bancarias y Supervisión, Basilea, mayo 1983.

(3) Los gastos de administración y otros similares se asocian generalmente con cualquier incumplimiento.

(4) Además de los distintos conceptos legales implícitos en estos diversos acuerdos de compensación, su carácter varía según las leyes de los países en los que están implantados.

(5) La obligación de efectuar este pago distingue, esencialmente, un acuerdo de liquidación del concepto de «corriente única de pagos» descrita en el apartado 5.5.

(6) Algunos parecen sostener que la «no-compensación» de órdenes de pago equivale a los sistemas interbancarios de pago mediante cuentas en los bancos centrales, con liquidación inmediata, lo cual es un supuesto útil. Este supuesto permite que el informe se centre en los efectos de la compensación de riesgo *per se*, manteniendo constante el tiempo de liquidación y su poder liberatorio. Normalmente, al reducir el plazo en el cual se libera un pago no liquidado, disminuiría el riesgo de crédito intertemporal derivado del propio pago por efectuar.

(7) Hay que destacar que ciertos derechos de contrademanda según la ley local pueden conducir a una compensación bilateral de obligaciones en casos de incumplimiento, que podría reducir de alguna manera los riesgos de liquidez de las obligaciones brutas. (Ver párrafo 5.9.)

(8) También existe la posibilidad de que las sociedades de valores de países sin ordenamiento jurídico para banca universal, e incluso algunas multinacionales industriales, quisieran unirse a una «cámara de compensación» de divisas.

## GLOSARIO DE TERMINOS

### Agente de pagos

Institución que inicia el pago final de una compensación por cuenta de todos los miembros (también pueden tener otras funciones).

### Casar operaciones

Proceso para asegurar que los términos negociados, facilitados por las partes contractuales, son idénticos.

### Compensación de posición

Compensación de instrucciones de pago con respecto a las obligaciones entre dos o más partes, pero que ni satisface ni descarga esas obligaciones originales (también llamado compensación de pagos).

### Compensación por liquidación (\*)

Acuerdo para pagar a un banco todas las deudas contraídas, aunque todavía no se encuentren vencidas, y los cobros debidos, por medio de un único pago, inmediatamente después de la elaboración de una lista de casos determinados (como la designación de un liquidador a ese banco).

### Compensación por novación

Sustitución de dos contratos existentes entre dos partes por la entrega de un efectivo determinado en la misma fecha, por otro contrato neto para esa fecha, de manera que los contratos originales sean satisfechos y cumplidos. (También llamado compensación por obligación.)

### Instrucción de pago

Petición o mensaje reclamando la transferencia de crédito (demanda sobre un tercero) a petición del acreedor.

### Liquidación

Cumplimiento de un pago (o satisfacción de una obligación) entre dos partes. (Utilizado frecuentemente en contextos para referirse al pago o cumplimiento de transacciones al por mayor o una serie de transacciones existentes anteriormente. Ver *Liquidación final*.)

### Liquidación final

Liquidación de las obligaciones entre dos partes por medio de una transferencia irrevocable de crédito a través de sus cuentas, en una institución de pago determinada. (Nota: Cuando se efectúan este tipo de transferencias, mediante un crédito irrevocable, en las cuentas de un banco central, la transferencia podría calificarse como una operación que refleja tanto una «liquidación final» en el sentido jurídico de efectuar un cumplimiento de obligaciones, y también como una «liquidación definitiva» en el sentido económico de que es realizada en pasivos de bancos centrales.)

(\*) Es frecuente utilizar también el término «neteo» en lugar de compensación (nota del editor).

### Novación

Satisfacción y cumplimiento de una obligación al ajustar o alterar las obligaciones recíprocas existentes.

### Novación y sustitución

Proceso de modificar un contrato entre dos partes para que una tercera sea interpuesta como acreedor/deudor intermediario entre las dos partes; el contrato enmendado es, por tanto, novado (ver *Compensación por novación*) para que el contrato original entre las dos partes sea satisfecho y cumplido.

### Obligación

Deber contractual de entregar (o recibir) un activo determinado (divisas, valores, etc.) en la fecha acordada.

### Pago

Satisfacción y cumplimiento de una obligación mediante la provisión irrevocable por parte del deudor de un derecho incondicional sobre un tercero, aceptable al acreedor.

### Proveedor de compensación

Institución que calcula las posiciones netas de los miembros de un sistema de compensación.

### Riesgo de crédito

Riesgo de que una contrapartida no satisfaga una obligación por su valor total a su debido tiempo o en fecha posterior.

### Riesgo de liquidación

Riesgo de que una parte no pague una o más de sus obligaciones de compensación a sus contrapartidas o a un agente de pagos.

### Riesgo de liquidez

Riesgo de que el pago de una obligación no sea satisfecho en la fecha debida, sino en alguna fecha indeterminada posterior.

### Riesgo de sistema

Riesgo de que una institución, dentro de un sistema de pagos, como en los mercados financieros en general, sea incapaz de satisfacer sus obligaciones cuando son debidas y por ello provoque que otros miembros o compañías financieras no puedan satisfacer sus obligaciones cuando deban.

### Sistema de compensación

Mecanismo para poder calcular las posiciones recíprocas de un grupo de miembros dentro del sistema, con vistas a facilitar el pago de sus obligaciones recíprocas sobre una base neta.

(Nota: el término «sistema de compensación» se utiliza a veces para describir un proceso de compensación multilateral por novación y la liquidación de los pagos consecuentes. En este informe no se utiliza en tal sentido.)

# **APENDICE LEGISLATIVO**

Decreto 1128/1974, de 25 de abril, por el que se establece un sistema de liquidación y compensación de operaciones en Bolsa y de depósito de valores mobiliarios (*BOE* del 29)

Orden de 20 de mayo de 1974 para aplicación y desarrollo del Decreto 1128/1974, de 25 de abril, que establece un sistema de liquidación y compensación de las operaciones en Bolsa y de depósito de valores mobiliarios (*BOE* del 29)

Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.  
(*BOE* de 29 de julio)

Propuesta del Real Decreto sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles.  
(Madrid, 26 de junio de 1991)



**DECRETO 1128/1974, DE 25 DE ABRIL, POR EL QUE SE ESTABLECE UN SISTEMA DE LIQUIDACION Y COMPENSACION DE OPERACIONES EN BOLSA Y DE DEPOSITO DE VALORES MOBILIARIOS (BOE DEL 29)**

El artículo veinticuatro del Decreto-ley doce/mil novecientos setenta y tres, de treinta de noviembre, con el fin de facilitar la contratación bursátil y favorecer el acceso a la propiedad mobiliaria, autoriza al Gobierno para establecer, a propuesta del Ministro de Hacienda, un sistema de liquidación y compensación de operaciones en Bolsa y de depósito de valores mobiliarios, para adaptar a dicho sistema o modificar, en su caso, la legislación vigente y para conceder dentro de los límites de la Ley General Tributaria las exenciones fiscales para la implantación del mismo.

Se hace preciso cumplir la previsión legislativa y, para facilitar la contratación bursátil, el sistema que se establece intenta salvar las dificultades con que tropieza actualmente el tráfico jurídico, que tiene que desenvolverse con la numeración específica de los títulos en la documentación de operaciones y manipular físicamente una ingente masa de papel.

Se producen de tal suerte una serie de efectos perturbadores sobre el mercado bursátil que es forzoso corregir anulando sus causas productoras, sin mermar el régimen de garantías jurídicas y económicas de los titulares de valores mobiliarios.

El sistema que se instituye en el presente Decreto trata de recoger la experiencia de los países más desarrollados y adaptar las ideas inspiradoras de las más recientes tendencias sobre la configuración del régimen jurídico de los valores mobiliarios —fungibilidad, limitación funcional de la numeración, inmovilidad física de los títulos— a las específicas características de nuestro ordenamiento y de nuestra realidad social y económica.

Como principios cardinales del mismo cabe señalar:

Su voluntariedad, aunque se trata de estimular su implantación y se prevea que el Gobierno, a la vista de los resultados obtenidos y cuando las circunstancias lo permitan pueda imponerlo como requisito para la cotización oficial de todos o de algunos valores.

El respeto al esquema básico del derecho mercantil sustantivo y a sus principios generales, de forma que las novedades introducidas o se insertan en el amplio margen confiado por aquél en la actualidad a la autonomía de la voluntad o se limitan a adaptaciones formales dentro de su espíritu.

La garantía de los tenedores de los valores, manifestada en la exigencia de la custodia de los títulos por Agentes de Cambio y Bolsa y Entidades de reconocida solvencia, en la declaración de que las Entidades depositarias ni adquieren la propiedad de los valores depositados ni pueden aplicarlos a fines distintos de los legalmente autorizados, y en la posibilidad del inmediato ejercicio del derecho y correlativa obligación de restitución o entrega de los títulos físicos a los legitimados para ello.

La seguridad del tráfico jurídico, que se mantiene con tanta certeza como en la actualidad, garantizada por el control numérico de los títulos, la intervención obligada de los Agentes de Cambio y Bolsa, la adecuada documentación de las operaciones y las garantías técnicas que lleva consigo el funcionamiento de los Servicios de Liquidación y Compensación de las Bolsas.

Por último, la libertad o independencia en las relaciones entre Agentes de Cambio y Bolsa, Sociedades emisoras, Entidades depositarias y tenedores de valores mobiliarios que, con los naturales condicionantes del sistema, podrán utilizar las posibilidades que la Ley les ofrece.

Las ventajas de las fórmulas adoptadas resultan evidentes al permitir el tratamiento de los títulos dentro del sistema como fungibles o sustituibles, eliminando la necesidad de su específica numeración en la documentación relativa a ellos y reduciendo de manera considerable su movimiento físico.

Estas ventajas contribuirán, sin duda, a la superación de las dificultades del mercado bursátil y favorecerán el acceso a la propiedad mobiliaria.

La simplificación operatoria, la agilidad que ello imprimirá a las transacciones y la transparencia del sistema producirán un fortalecimiento del mercado mobiliario español y potenciarán su eficacia en orden a servir a las necesidades de la demanda de inversión y hacer cada vez más extensiva la propiedad mobiliaria a mayor número de españoles introduciendo una importante mejora en nuestro sistema financiero.

En su virtud, a propuesta del Ministro de Hacienda y previa deliberación del Consejo de Ministros en su reunión del día diecinueve de abril de mil novecientos setenta y cuatro.

**DISPONGO**

Artículo primero.—Uno. Se establece un sistema de liquidación y compensación de operaciones en Bolsa y de depósito de títulos valores incluidos en la cotización oficial, que se regirá por este Decreto y por las Disposiciones que se dicten para su ejecución o desarrollo.

Artículo segundo.—Uno. Corresponderá a las Juntas Sindicales de las Bolsas Oficiales de Comercio decidir la admisión al sistema de los títulos valores que se coticen en éstas.

Dos. Quedarán acogidos a la presente disposición, salvo manifestación en contrario, quienes tengan depositados o depositen títulos admitidos al sistema en los Bancos y Cajas de Ahorros que se adhieran al mismo con los requisitos que fije el Ministerio de Hacienda.

Tres. La Caja General de Depósitos podrá adherirse en la forma que determine su legislación específica en base a los principios establecidos en este Decreto.

Cuatro. A los efectos del sistema que se establece, y con el alcance que resulta de los artículos siguientes, se considerarán fungibles los títulos valores que, puestos en circulación por el mismo emisor, sean de la misma

clase, tengan el mismo valor nominal y confieran idénticos derechos, cualquiera que sea su numeración.

Artículo tercero.—Uno. Para la aplicación del sistema a los títulos nominativos será preciso el previo consentimiento de la emisora.

Los títulos o extractos de inscripción de las acciones nominativas se extenderán a nombre de las Entidades depositarias adheridas, en concepto de tales, causándose en los mismos términos la correspondiente anotación en el Registro de accionistas de la Sociedad emisora. En registro separado, y como sección especial de aquél, se harán constar los accionistas depositantes y las acciones de su pertenencia, sin necesidad de expresar su numeración.

Dos. Para su aplicación a las obligaciones y los títulos de renta fija se requerirá que sus condiciones de emisión lo permitan o que se adopten las prevenciones necesarias al efecto, en especial respecto de su amortización o conversión.

Artículo cuarto.—Uno. Los títulos valores admitidos al sistema habrán de estar bajo la custodia de los Agentes de Cambio y Bolsa, por razón de las funciones que les correspondan con arreglo a la Ley, o de las Entidades adheridas, en virtud del depósito especial a que se refiere el artículo siguiente, o habrán de ser propiedad de éstas.

Dos. Dichos títulos sólo serán movilizados para atender los saldos resultantes de la compensación prevista en el artículo sexto, para cumplimentar las órdenes de cambio de Entidad depositaria y en los casos de exclusión del sistema.

Artículo quinto.—Uno. Los depósitos se constituirán desde que las Entidades depositarias reciban los títulos amparados por sus correspondientes títulos de propiedad.

Dos. El contrato de depósito especial se registrará por las estipulaciones que libremente convengan las partes conforme al artículo dos mil doscientos cincuenta y cinco del Código Civil, pero comportará necesariamente:

a) La custodia de los títulos por las Entidades depositarias.

b) La sumisión del procedimiento de liquidación y compensación de operaciones en Bolsa establecido por este Decreto.

c) La obligación por parte del depositante de aceptar en restitución de los títulos depositados otros de los mismos emisor y clase de igual valor nominal y que confieran idénticos derechos, cualquiera que sea su numeración.

Tres. Las Entidades depositarias habrán de custodiar los títulos depositados con absoluta separación de los de su propia cartera, incluidos o no en el sistema, y de los que posean por razón de otras atenciones.

Cuatro. En ningún caso esta modalidad de depósito implicará que las Entidades depositarias adquieran la propiedad de los títulos ni que puedan utilizarlos para fines distintos de los permitidos legalmente.

Artículo sexto.—Uno. Para atender a las necesidades de la liquidación de las operaciones negociadas en Bolsa que tengan por objeto títulos valores sujetos al régimen establecido en este Decreto, las Juntas Sindicales de las Bolsas de Comercio organizarán un Servicio de Liquidación y Compensación que llevará el control de aquéllos y cuidará de la instrumentación contable y del registro de las operaciones.

Dos. A través de dicho Servicio, se abonarán o cargarán los saldos que resulten a favor o en contra de los Agentes de Cambio y Bolsa y de las Entidades depositarias, en virtud de las operaciones realizadas en cada sesión.

Tres. La liquidación multilateral procedente fijará, por compensación, los saldos finales, deudores y acreedores, en numerario y por cada clase de valor.

Cuatro. Se entenderán entregados los títulos valores cuando se verifiquen las oportunas anotaciones contables de abono y cargo por el Servicio de Liquidación y Compensación de la Bolsa correspondiente.

Cinco. La cancelación de los saldos de dinero y de títulos se hará, respectivamente, en la forma y con la periodicidad que determine el Ministerio de Hacienda.

Seis. En la formalización de las operaciones no será precisa la individualización de los títulos por su numeración. Esta se sustituirá por la referencia a las anotaciones del Servicio de Liquidación y Compensación de Valores que habrán de guardar exacta correspondencia con los asientos de los libros-registro de los Agentes de Cambio y Bolsa que intervengan aquéllas.

Siete. Las Juntas Sindicales de las Bolsas de Comercio establecerán la coordinación necesaria entre sus respectivos servicios de Liquidación y Compensación.

Artículo séptimo.—Uno. El sistema instituido en este Decreto no se aplicará a los títulos que sean objeto de retención, traba o embargo, ni a los afectados por otras situaciones jurídicas especiales que defina el Ministro de Hacienda (1).

Dos. Se excluirán del mismo, además de los títulos que se encuentren en cualquiera de los casos del párrafo anterior, los que se restituyan específicamente a los depositantes y los que sean objeto de acuerdos sociales que no afecten por igual a títulos originariamente idénticos.

Artículo octavo.—El ejercicio de los derechos incorporados a los títulos valores incluidos en el sistema no exigirá la presentación física de éstos, que podrá sustituirse por la relación numérica de los depositados en cada Entidad adherida o de los custodiados por cada Agente de Cambio y Bolsa o por los documentos que aquélla o éste expidan al efecto, respaldados por dicha relación.

Para el ejercicio de los derechos de suscripción negociados en Bolsa podrán utilizarse los documentos que

(1) Redactado por el Real Decreto 1498/1977, de 2 de junio.

extienda el Servicio de Liquidación y Compensación de la Bolsa correspondiente.

Artículo noveno.—Los Agentes de Cambio y Bolsa y las Entidades depositarias de los títulos estarán, en su caso, legitimados para promover cuantas actuaciones se precisen en los supuestos a que se refiere el título XII del libro II del Código de Comercio.

Artículo décimo.—Las Juntas Sindicales de las Bolsas Oficiales de Comercio a las que se encomienda la administración de los Servicios de Liquidación y Compensación de valores adoptarán las medidas oportunas para la comprobación y exactitud de sus saldos y serán responsables civilmente de los daños y perjuicios causados como consecuencia de errores o extravíos debidos a negligencia en el respectivo servicio, sin perjuicio de cualquier otra responsabilidad en que hayan podido incurrir.

Artículo undécimo.—El Ministro de Hacienda, previo informe del Consejo Superior Bancario y de la Junta Sindical de la Bolsa de Comercio correspondiente, podrá acordar que las Entidades depositarias que incumplieren sus obligaciones en relación con el sistema establecido en este Decreto sean excluidas del mismo, sin menoscabo de las demás responsabilidades que puedan exigírseles.

Artículo duodécimo.—Uno. Las operaciones de depósito especial de valores, previstas en los artículos anteriores, tendrán para las Entidades depositarias el carácter de operaciones propias del tráfico de las Empresas y se someterán, por consiguiente, al régimen de tributación previsto en el apartado C) del artículo veinticuatro del texto refundido del Impuesto General sobre el Tráfico de Empresas, aprobado por Decreto tres mil trescientos catorce/mil novecientos sesenta y seis, de veintinueve de diciembre.

Dos. Estarán exentos del Impuesto General sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados los actos y contratos de modificación de Sociedades y de modificación de préstamos, que sean necesarios para la aplicación del sistema regulado por el presente Decreto, siempre que se lleven a cabo en el plazo de dos años desde su entrada en vigor.

Artículo decimotercero.—Cuando las circunstancias y la experiencia adquirida lo permitan, el Gobierno, a propuesta del Ministro de Hacienda, podrá imponer, con carácter general o para determinados títulos valores, la aplicación del sistema como requisito para su admisión a cotización oficial.

Artículo decimocuarto.—Se autoriza al Ministro de Hacienda para dictar las disposiciones y adoptar las medidas necesarias para el desarrollo y ejecución de lo ordenado en este Decreto.

#### DISPOSICION FINAL

Quedan derogadas cuantas disposiciones se opongan a lo dispuesto en el presente Decreto, que entrará en vigor al día siguiente de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*.

#### ORDEN DE 20 DE MAYO DE 1974 PARA APLICACION Y DESARROLLO DEL DECRETO 1128/1974, DE 25 DE ABRIL, QUE ESTABLECE UN SISTEMA DE LIQUIDACION Y COMPENSACION DE LAS OPERACIONES EN BOLSA Y DE DEPOSITO DE VALORES MOBILIARIOS (BOE DEL 29)

El artículo 14 del Decreto 1128/1974, de 25 de abril, autoriza al Ministro de Hacienda para dictar las disposiciones y adoptar las medidas necesarias para el desarrollo y ejecución de lo ordenado en el mismo.

El Decreto de referencia contiene los preceptos fundamentales de un sistema de liquidación y compensación de operaciones en Bolsa y de depósito de valores admitidos a cotización oficial, en lógica interdependencia, que para la inmediata y debida aplicación práctica es necesario desarrollar en sus distintos aspectos personales, reales, formales, orgánicos y funcionales.

En virtud, y sin perjuicio de las medidas complementarias o de las modificaciones que la práctica y la experiencia adquirida aconsejen, este Ministerio ha tenido a bien disponer lo siguiente:

#### DISPOSICION PRELIMINAR

Artículo 1. El sistema de liquidación y compensación de operaciones en Bolsa y de depósito de títulos valores establecidos por el Decreto 1128/1974, de 25 de abril, se regulará por las normas contenidas en el mismo y en la presente Orden ministerial y, en lo no previsto en ellas, por el Reglamento de las Bolsas de Comercio, aprobado por Decreto 1506/1967, de 30 de junio.

#### CAPITULO I

##### DE LOS ELEMENTOS PERSONALES DEL SISTEMA

Art. 2. Quedarán incorporados obligatoriamente al sistema los Agentes de Cambio y Bolsa y los órganos rectores de las Bolsas Oficiales de Comercio.

Art. 3. Podrán adherirse al sistema:

1. Los Bancos y Cajas de Ahorros Generales Benéficas que reúnan los siguientes requisitos:

a) Estar inscritos en el Registro de Bancos y Banqueros o de Cajas de Ahorros.

b) Tener oficina o delegación con organización suficiente en la plaza de la Bolsa o Bolsas en que hayan de liquidar operaciones.

c) Haber sido aceptada su adhesión por la Junta Sindical de una Bolsa de Comercio, previo informe favorable de las Juntas Sindicales de las restantes Bolsas.

2. La Caja Postal de Ahorros.

3. La Confederación Española de Cajas de Ahorros.

4. La Caja General de Depósitos, conforme al párrafo 3.º del artículo 2.º del Decreto 1128/1974, de 25 de abril.

Art. 4. 1. Los Bancos y Cajas de Ahorros que deseen adherirse al sistema para liquidar operaciones en una sola Bolsa de Comercio deberán solicitarlo de la Junta Sindical de ésta. En la solicitud se expresará:

a) El número de inscripción de la Entidad peticionaria en el Registro de Bancos y Banqueros o de Cajas de Ahorros.

b) La dirección de la oficina o delegación en la plaza bursátil en la que vayan a domiciliar sus relaciones con el Servicio de Liquidación y Compensación.

c) La cifra en pesetas nominales que exprese, en conjunto y a fin del mes inmediato anterior, el volumen de sus depósitos de valores cotizados en Bolsa.

d) La declaración de poseer organización y medios suficientes para cumplir, en tiempo y forma, las obligaciones que resulten de su adhesión.

e) El compromiso de cumplir estrictamente dichas obligaciones.

2. La Junta Sindical recabará el informe de las Juntas Sindicales de las restantes Bolsas de Comercio y resolverá la petición, en función de estos informes, de los datos expresados por la Entidad peticionaria, previa su comprobación, y de las exigencias y posibilidades que tenga el sistema en el momento de la resolución.

3. La resolución de la Junta Sindical será notificada a la Entidad solicitante, y caso de ser favorable, expresará necesariamente la fecha de su incorporación al sistema y se publicarán en el *Boletín Oficial del Estado* y en los de Cotización Oficial de las tres Bolsas de Comercio.

4. Si la resolución fuera denegatoria, la Entidad interesada podrá reinstar su solicitud de adhesión transcurridos seis meses desde la notificación de aquélla.

Art. 5. 1. Los Bancos y Cajas de Ahorros que deseen liquidar operaciones en más de una Bolsa de Comercio, solicitarán de la Junta Sindical de cualquiera de ellas la adhesión al sistema, en la forma prevenida en el artículo anterior, y de la restante o restantes Juntas Sindicales, autorización para acceder a la liquidación bursátil respectiva.

2. Esta autorización se instará mediante escrito en el que las Entidades peticionarias habrán de consignar:

a) La fecha del acuerdo de su admisión al sistema o la indicación de la Bolsa a la que se hubiere solicitado.

b) La dirección de la oficina o delegación en la plaza bursátil en que domicilien sus relaciones con el Servicio de Liquidación y Compensación, y

c) La declaración de poseer organización y medios para cumplir sus obligaciones.

En su tramitación se observarán las normas establecidas para la adhesión al sistema, si bien no será preciso el informe de las Juntas Sindicales de las restantes Bolsas.

Art. 6. 1. La Caja Postal de Ahorros y la Confedera-

ción Española de Cajas de Ahorros bastará que soliciten la adhesión al sistema o la autorización para el acceso a la liquidación bursátil de la Junta Sindical de la Bolsa o Bolsas correspondientes, con indicación de la oficina o servicio en que hayan de quedar domiciliadas sus relaciones con el respectivo Servicio de Liquidación y Compensación, expresando el compromiso de cumplir las obligaciones derivadas de aquél.

2. La incorporación de la Caja General de Depósitos se verificará en la forma que determine su legislación específica.

Art. 7. Los Bancos y Cajas de Ahorros no adheridos podrán, no obstante, beneficiarse del sistema, siempre que una Entidad adherida asuma por aquéllos todas las obligaciones y responsabilidades derivadas de su aplicación.

Art. 8. 1. Quedarán acogidos al sistema los titulares de depósitos de valores constituidos en Entidades depositarias con anterioridad a su adhesión y quienes tengan derecho sobre dichos valores, si no manifiestan su voluntad en contrario antes de la fecha fijada en la comunicación que, al efecto, deberán hacerles las citadas Entidades. Esta comunicación se hará mediante un anuncio publicado en el *Boletín Oficial del Estado* y en uno de los diarios de mayor circulación de la provincia o provincias donde estuvieran constituidos los depósitos con un mes de antelación, como mínimo a la fecha señalada y con referencia precisa al sistema establecido por el Decreto 1128/1974, de 25 de abril.

2. Lo dispuesto en el párrafo anterior quedará limitado en su alcance a los valores que las Juntas Sindicales de las Bolsas de Comercio acuerden incluir en el sistema, produciendo efectos a partir de la fecha establecida para la inclusión.

Art. 9. Quienes con posterioridad a la adhesión de una Entidad constituyan depósitos o adquieran valores que deban permanecer depositados en ella, sin hacer manifestación expresa de voluntad en contrario, quedarán acogidos al sistema, con el alcance determinado en el párrafo 2.º del artículo 8.

Art. 10. Los depositantes y quienes tengan derecho sobre los valores podrán, en cualquier momento, excluir del sistema, total o parcialmente, hasta un número de títulos igual al de los depositados, de los mismos emisor, clase y valor nominal y que confieran idénticos derechos.

## CAPITULO II

### DE LA ADMISION DE VALORES AL SISTEMA

#### *Sección 1.ª De los valores susceptibles de inclusión*

Art. 11. 1. Únicamente podrán admitirse al sistema los valores cotizados oficialmente en cualquiera de las Bolsas de Comercio.

2. Respecto de sus obligaciones y de los valores de renta fija se precisa, además, que las condiciones de emisión no vinculen la adquisición de derechos o la posibi-

lidad de su ejercicio a la tenencia de títulos individualizados o individualizables por su numeración.

Art. 12. Para que los valores a que se refiere el artículo anterior se incluyan efectivamente en el sistema se requiere:

a) Que las Juntas Sindicales de las Bolsas en que se coticen hayan acordado su inclusión.

b) Que tratándose de títulos nominativos haya mediado el consentimiento previo de la Entidad emisora, que habrán de recabar las Juntas Sindicales de las Bolsas. Al prestar su consentimiento, la Entidad emisora deberá indicar la oficina que llevará las relaciones derivadas de la aplicación del sistema con cada Bolsa.

c) Que estén en posesión, a título de propiedad o en virtud del depósito especial a que se refiere el artículo 5.º del Decreto 1128/1974, de 25 de abril, de una Entidad adherida, o bien que estén bajo custodia de un Agente de Cambio y Bolsa por razón de las funciones que les confiere la legislación vigente.

Art. 13. 1. Las Sociedades emisoras de acciones nominativas admitidas al sistema procederán a expedir los títulos o extractos de inscripción y a llevar el Registro de accionistas con sujeción a lo establecido en el artículo 3.º del Decreto 1128/1974, de 25 de abril.

2. En la sección especial del Registro de accionistas, creada por el citado Decreto, se registrarán los accionistas depositantes, sin referencia a las Entidades depositarias, considerándose dicha sección como detalle expresivo de los titulares reales de las acciones representadas por los títulos o extractos de inscripción expedidos a nombre de las Entidades depositarias, en cuanto tales.

Art. 14. No podrán incluirse en el sistema los títulos valores cuya regularidad y legítima pertenencia no consten a las Entidades depositarias y los que se hallen afectados por cualquier condición o circunstancia que impida su tratamiento como fungibles a los efectos del Decreto 1128/1974, de 25 de abril.

Tampoco podrán incluirse los que sean objeto de prenda, retención, traba, embargo o usufructo, las acciones que no estuvieren enteramente desembolsadas y las acciones estampilladas a los fines del artículo 71 de la Ley de Sociedades Anónimas.

#### *Sección 2.ª De la inclusión efectiva de valores en el sistema*

Art. 15. 1. Cuando los valores estén admitidos a cotización en una sola Bolsa, la Junta Sindical anunciará en el *Boletín Oficial del Estado* y en el *Boletín de Cotización Oficial*, con una antelación mínima de dos meses, la clase o clases de valores que, en la fecha que se indique, podrán incluirse en el sistema. En el propio anuncio se fijará la fecha a partir de la cual los valores incluidos serán objeto de liquidación y compensación con arreglo a las normas de la presente Orden. Entre una y otra fecha no podrá mediar ningún día hábil a efectos bursátiles.

2. Si los valores se cotizaran en más de una Bolsa, las Juntas Sindicales coordinarán sus trabajos preparatorios y los anuncios en el *Boletín Oficial del Estado* y en los de Cotización Oficial, de forma que la fecha de inclusión sea la misma para las Bolsas correspondientes.

Art. 16. En la fecha determinada para ello, quedarán automáticamente incluidos en el sistema los valores, de la clase o clases de que se trate, propiedad de las Entidades adheridas y los depositados en ellas por los acogidos a él.

Art. 17. 1. En el plazo que medie entre la publicación de los anuncios y la fecha de inclusión fijada en los mismos, las Entidades adheridas enviarán a la Junta Sindical de una de las Bolsas en que vayan a liquidar operaciones:

a) La numeración de los títulos incluidos en el sistema, y

b) Una relación de los depósitos constituidos en ellas y el número de los títulos que comprenden.

2. En el mismo plazo, las Entidades adheridas, de acuerdo con la Junta Sindical, procederán a asignar a sus depósitos y a sus carteras de títulos incluidos en el sistema las referencias técnicas precisas y a facilitar los datos que permitan su identificación.

Art. 18. 1. Las Entidades adheridas entregarán a la Junta Sindical la totalidad de los títulos nominativos incorporados al sistema.

2. La Junta Sindical remitirá a las Entidades emisoras los citados títulos o extractos de inscripción con indicación de los que, en su lugar, deban ser expedidos a nombre de cada Entidad depositaria, en su calidad de tal.

En el plazo máximo de un mes, a contar desde la recepción, las Sociedades emisoras expedirán los nuevos títulos o extractos de inscripción, cancelarán los primitivos y practicarán las oportunas anotaciones en el Libro-registro de accionistas y en la sección especial del mismo creada por Decreto 1128/1974, de 25 de abril.

3. Recibidos los títulos o extractos por la Junta Sindical, ésta registrará su numeración y entregará a cada Entidad depositaria, en la propia Bolsa, los títulos o extractos expedidos a nombre de ella.

4. En el caso de que en la misma Entidad coincidan la condición de emisora y de depositaria podrán realizarse los trámites indicados sin que los títulos salgan de sus oficinas.

Art. 19. Cuando se incluyan títulos pertenecientes a clases ya admitidas con anterioridad al sistema o se constituyan nuevos depósitos de títulos ya incluidos se observará, en lo necesario, lo dispuesto en los artículos 17 y 18.

Art. 20. Las Juntas Sindicales de las Bolsas Oficiales de Comercio organizarán un Servicio de Coordinación entre ellas al que deberán comunicar todos los datos que requiera el buen funcionamiento del sistema.

*Sección 3.ª Del depósito especial de valores incluidos en el sistema*

Art. 21. Los depósitos especiales de títulos incluidos en el sistema sólo se podrán admitir y tener por las Entidades adheridas en función del mismo y en los términos que permitan las normas que les sean aplicables.

Art. 22. 1. El contrato de depósito especial se regirá por las estipulaciones que libremente convengan las partes conforme al artículo 1.255 del Código Civil, pero comportará necesariamente:

a) La custodia de los títulos por la Entidad depositaria.

b) La sumisión al procedimiento de liquidación y compensación de operaciones en Bolsa establecido por el Decreto 1128/1974, de 25 de abril.

c) La obligación por parte del depositante de aceptar en restitución de los títulos depositados otros de los mismos emisor y clase, de igual valor nominal y que confieran idénticos derechos, cualquiera que sea su numeración.

2. Cuando el contrato tenga por objeto acciones nominativas el consentimiento se extenderá a lo previsto en el párrafo segundo, número 1, del artículo 3.º del Decreto 1128/1974, de 25 de abril.

Art. 23. En ningún caso se transferirá a las Entidades depositarias por virtud del depósito especial la propiedad de los valores depositados y, en consecuencia, los depositantes y sus causahabientes tendrán el derecho de separación en la quiebra de aquéllas, de acuerdo con el artículo 908 del Código de Comercio.

Art. 24. Las Entidades depositarias no podrán utilizar los títulos depositados para fines incompatibles con el Decreto 1128/1974, de 25 de abril, y las disposiciones que lo complementen y estarán obligadas a realizar los cobros de intereses o dividendos en las épocas de sus vencimientos, así como a practicar cuantos actos sean necesarios para que los títulos conserven el valor y los derechos que les correspondan.

Art. 25. Las Entidades depositarias habrán de restituir a los depositantes o a sus causahabientes, tan pronto lo soliciten, un número igual de títulos a los depositados, de los mismos emisor clase y valor nominal y que confieran idénticos derechos cualquiera que sea su numeración.

Art. 26. 1. Al ingresar en el sistema valores, objeto de depósitos preexistentes, de personas acogidas a él, las Entidades depositarias adoptarán, a su elección, una de las siguientes medidas:

a) Estampillar los resguardos primitivos haciendo constar la mención «Depósito acogido al Decreto 1128/1974, de 25 de abril» y las referencias técnicas o los datos identificadores asignados a los depósitos.

b) Anular los resguardos primitivos y facilitar a los depositantes otros nuevos o notas de depósito, con expresión de dichos extremos.

2. Cuando los depósitos se constituyan con posterioridad a la inclusión de títulos en el sistema, las Entidades depositarias expedirán a sus clientes los resguardos de depósito o las notas acreditativas de su constitución, con las menciones señaladas.

Art. 27. 1. Las Entidades depositarias llevarán registro actualizado de los depósitos, depositantes y el número de títulos correspondientes a cada uno de ellos, así como de la numeración de los valores de cada clase incluidos en el sistema existente en sus Cajas.

2. Las Entidades depositarias habrán de custodiar los títulos incluidos en el sistema con absoluta separación de los demás. Los primeros se custodiarán manteniendo separados los procedentes de depósitos y los de la propia cartera.

Art. 28. Las órdenes de cambio de Entidad depositaria, que no supongan variación en la persona del titular del depósito, se cumplimentarán directamente por las Entidades afectadas notificándolo a la Junta Sindical de la Bolsa o Bolsas interesadas.

Art. 29. Los títulos incluidos en el sistema sólo podrán movilizarse:

a) En el supuesto del artículo anterior.

b) Para cancelar los saldos resultantes de la compensación, conforme a lo previsto en el capítulo 4.º, y

c) En los casos de exclusión del sistema a que se refiere el capítulo 5.º

### CAPITULO III

#### DE LAS OPERACIONES BURSATILES SOBRE VALORES ADMITIDOS AL SISTEMA

Art. 30. 1. Para la liquidación de las operaciones bursátiles la Junta Sindical de cada Bolsa de Comercio organizará un Servicio de Liquidación y Compensación que, además del control de los títulos incluidos en el sistema, cuidará de la instrumentación contable y del registro de aquéllas.

2. Dicho Servicio abrirá a las Juntas Sindicales las tres Bolsas y a cada Agente mediador de la Bolsa correspondiente o Entidad adherida, cuentas de movimiento de títulos, por cada clase de valor, en las que se les abonarán y cargarán, respectivamente, el número total de títulos comprados y vendidos en cada sesión de Bolsa.

Art. 31. 1. En toda operación de compra o venta, los Agentes de Cambio y Bolsa comunicarán al Servicio de Liquidación y Compensación, en la forma que disponga la Junta Sindical, los siguientes datos:

a) Número de títulos comprados o vendidos.

b) Emisor y clase de valor.

c) Cambio.

2. Las Juntas Sindicales de las Bolsas dictarán las convenientes medidas para que los Agentes de Cambio

y Bolsa o las Entidades adheridas proporcionen al Servicio las referencias técnicas o los datos identificadores que amparen los títulos o cualesquiera otros extremos necesarios para practicar la liquidación.

Art. 32. De acuerdo con los datos indicados, la liquidación de cada sesión de Bolsa se concluirá el día o días que determinen conjuntamente las Juntas Sindicales, en los términos señalados por el artículo 63 del Reglamento de las Bolsas de Comercio.

Art. 33. 1. La liquidación a que se refiere el artículo anterior fijará, por compensación, los saldos finales, deudores y acreedores en efectivo y en cada clase de valor.

2. Se entenderán entregados y recibidos los títulos valores cuando se verifiquen las anotaciones contables de abono y cargo por el Servicio de Liquidación y Compensación.

3. En la liquidación relativa al día en que se pague un interés, dividendo, cupón o cualquier otro derecho económico o en la liquidación del día inmediato siguiente, se abonará o cargará a cada Entidad adherida, Junta Sindical o Agente de Cambio y Bolsa, en su caso, el importe de los intereses, dividendos, cupones o derechos que correspondan a los títulos de que sean acreedores o deudores.

4. Los saldos en efectivo que resulten de la liquidación se cancelarán en el plazo de veinticuatro horas.

Art. 34. Las Juntas Sindicales de las Bolsas trasladarán diariamente a las Sociedades emisoras las actas o relaciones de transferencias de los títulos nominativos. Sobre la base de dichos documentos las Sociedades emisoras causarán las anotaciones de alta y baja que procedan en la sección especial del Registro de accionistas creada por el Decreto 1128/1974, de 25 de abril. Las Juntas Sindicales y las Entidades emisoras se notificarán recíprocamente las divergencias que adviertan para su inmediata corrección.

Art. 35. 1. La póliza que se extienda por cada operación no expresará la numeración de los títulos, mencionando, en su lugar, la referencia técnica o los datos que para su identificación le asigna la correspondiente Junta Sindical, que se reflejarán en los resguardos o notas acreditativas de depósitos expedidos por las Entidades depositarias.

2. Las Juntas Sindicales de las Bolsas establecerán, a través del Servicio de Coordinación, la adecuada relación entre sus archivos de referencia y datos.

Art. 36. 1. Las operaciones de compraventa de derechos de suscripción, inherentes a títulos valores incluidos en el sistema, serán objeto de liquidación y compensación en la forma establecida en este capítulo.

2. En las cuentas relativas a los derechos de suscripción se abonarán y cargarán a cada Junta Sindical, Agente de Cambio y Bolsa o Entidad adherida, los que correspondan a los títulos de que fueran acreedores y deudores en la fecha en que se inicie la ampliación de capital.

Art. 37. El presente capítulo, en lo relativo al procedimiento de liquidación y compensación, podrá también aplicarse a las compraventas de valores que, no habiendo sido incorporados efectivamente al sistema, pertenezcan a alguna de las clases cuya admisión haya sido acordada por la Junta Sindical de la respectiva Bolsa de Comercio. La entrega de estos títulos a la Junta Sindical por el Agente de Cambio y Bolsa mediador deberá hacerse, a más tardar, el día de la liquidación.

## CAPITULO IV

### DE LA CANCELACION DE SALDOS DE TITULOS

Art. 38. Mientras no se disponga lo contrario, mensualmente y en el día fijo que determinen las Juntas Sindicales, se hará en la propia Bolsa, por cada Entidad depositaria, Junta Sindical o Agente de Cambio y Bolsa, la entrega o recepción de los títulos al portador de que resultara deudor o acreedor.

Art. 39. 1. Si se tratara de títulos nominativos, la Entidad depositaria-deudora entregará a la Junta Sindical de la Bolsa, el día fijado, conforme al artículo anterior, los títulos o uno o más extractos de inscripción que comprendan un número suficiente de títulos para cubrir su saldo deudor.

2. La Junta Sindical hará llegar los títulos o extractos recibidos a la Entidad emisora, solicitando la expedición de los nuevos para su entrega a las Entidades acreedoras.

La expedición de los nuevos títulos o extractos deberá hacerse en el plazo máximo de diez días hábiles y, al llevarla a efecto, las Entidades emisoras causarán las oportunas anotaciones en el Libro-registro de accionista.

Art. 40. Las entregas de las Entidades depositarias deudoras a las Juntas Sindicales de las Bolsas y las de ésta a las Entidades depositarias acreedoras, se realizarán siempre acompañando los títulos o extractos de inscripción con la relación numérica de los mismos. Las Juntas Sindicales trasladarán al Servicio de Coordinación de las Bolsas las respectivas altas y bajas para su debido registro.

Art. 41. En tanto no se disponga otra cosa, la cancelación de los saldos de las cuentas de derechos de suscripción se hará dentro del mes siguiente a la terminación de la operación de ampliación de capital de que se trate.

Art. 42. 1. Quedarán excluidos del sistema los títulos valores que se excluyan de la cotización oficial.

2. Las Juntas Sindicales podrán, asimismo, acordar la exclusión de las siguientes clases de valores:

a) Los incursos en las causas previstas en el Reglamento de las Bolsas de Comercio para la exclusión de la cotización, aunque ésta no tenga lugar.

b) Los emitidos por las Entidades que incumplan las obligaciones que para las mismas resulten de la aplicación del sistema.

Art. 43. Los títulos ingresados se excluirán del sistema en cualquiera de los casos siguientes:

a) Ejercicio por sus titulares del derecho de exclusión a que se refiere el artículo 10 y, en particular, ejercicio del derecho de restitución por los depositantes o sus causahabientes.

b) Retención, traba o embargo por la Autoridad judicial o administrativa competente.

c) ..... (1).

d) ..... (1).

e) Cuando una Entidad emisora se proponga llevar a efecto cualquier operación que implique la adopción de acuerdos que no afecten por igual a títulos idénticos.

f) Estampillado de acciones, a los efectos del artículo 71 de la Ley de Sociedades Anónimas.

g) Separación del sistema de la Entidad depositaria.

Art. 44. Para la exclusión de títulos del sistema, las Entidades depositarias o Agentes de Cambio y Bolsa, que los tuvieren en su poder, comunicarán a la Junta Sindical que cualquiera de las Bolsas en que se coticen la numeración de los títulos a excluir y la referencia técnica o dato identificador de su depósito.

La Junta Sindical procederá a la exclusión, dando inmediata cuenta a la Entidad depositaria o Agente de Cambio y Bolsa y al Servicio de Coordinación de las Bolsas.

Art. 45. La numeración de los títulos excluidos del sistema se hará constar, en su caso, en el documento acreditativo de propiedad, mediante diligencia extendida por las propias Juntas Sindicales o por Agente de Cambio y Bolsa, Corredor colegiado de Comercio, Notario público o funcionario judicial o administrativo, en ejercicio de sus funciones sin devengo de derecho alguno.

## CAPITULO VI

### DE LAS OPERACIONES EN BOLSA CURSADAS POR CORREDORES COLEGIADOS DE COMERCIO

Art. 46. 1. Los Corredores colegiados de Comercio podrán cursar sus órdenes de compra o venta en Bolsa de valores incluidos en el sistema, tanto a las Juntas Sindicales de las Bolsas Oficiales de Comercio directamente como a los Agentes de Cambio y Bolsa, en la forma establecida en los artículos siguientes.

2. A los indicados efectos, la Junta Sindical de cada Bolsa organizará un servicio de recepción y ejecución de órdenes cursadas por Corredores colegiados de Comercio.

Art. 47. 1. Las compras de valores ordenadas por Corredores colegiados de Comercio serán ejecutadas por las Juntas Sindicales de las Bolsas o los Agentes de Cambio y Bolsa, en su caso, con sujeción a las instruc-

(1) Derogado por Real Decreto 1498/1977, de 2 de junio.

ciones recibidas, dando aviso inmediato al Corredor colegiado de Comercio que cursó la Orden.

2. La liquidación de la operación se efectuará abonando el Servicio de Liquidación y Compensación de la respectiva Bolsa los títulos comprados a la Junta Sindical o Agente de Cambio y Bolsa que contrató la operación, quien los pondrá a disposición del Corredor colegiado de Comercio, y éste, a su elección, podrá optar entre:

a) Su ingreso en un depósito especial de títulos incluidos en el sistema, constituido en Entidad adherida, a favor del titular de los valores acogidos a los beneficios del mismo.

b) La constitución de un depósito regular de títulos o la remesa física de los títulos, previa, en ambos casos, su exclusión del sistema.

Art. 48. 1. Las ventas de títulos valores incluidos en el sistema ordenadas por los Corredores colegiados de Comercio a las Juntas Sindicales de las Bolsas o a los Agentes de Cambio y Bolsa se cursarán manifestando la situación en que se encuentran los títulos a que la orden se refiere y que, a efectos de su liquidación, podrá ser alguna de éstas:

a) Comprados con anterioridad a nombre del vendedor dentro del sistema y abonados en las cuentas de la Junta Sindical o del Agente de Cambio y Bolsa a quien se encomiende la venta posterior.

b) Amparados por resguardo o nota bancarios de depósito especial expedidos por Entidad adherida. En este caso, el Corredor colegiado de Comercio remitirá a la mayor brevedad posible el resguardo o la nota del depósito especial a la Junta Sindical o Agente de Cambio y Bolsa vendedores, poniendo su conocimiento a la firma de la persona o Entidad a cuyo favor vayan extendidos.

2. Las órdenes se ejecutarán con arreglo a las instrucciones recibidas, dando aviso inmediato al Corredor colegiado de Comercio.

Art. 49. En las órdenes de venta en Bolsa cursadas por Corredor colegiado de Comercio sobre valores que tenga físicamente en su poder o que se hallen amparados por resguardo de depósito regular, se pondrán tales circunstancias en conocimiento de la Junta Sindical o Agente de Cambio y Bolsa que hubieren de ejecutarlas, quedando aquél obligado a entregarles los títulos en el plazo fijado en el artículo 37 *in fine*.

## CAPITULO VII

### DISPOSICIONES GENERALES

Art. 50. 1. A los efectos del sistema regulado en la presente Orden, las Entidades emisoras podrán expedir títulos múltiples en los que figuren los datos exigidos por los artículos 43 y 112 de la Ley de Sociedades Anónimas y la numeración de los títulos representados. Los títulos múltiples expedidos deberán llevar numeración propia correlativa.

2. En los casos de sustitución de títulos unitarios por títulos múltiples o viceversa, la Entidad emisora procederá a la destrucción de los títulos primitivos y, caso de no hacerla, responderá de los daños y perjuicios que puedan derivarse de la existencia de títulos duplicados.

Art. 51. El ejercicio de los derechos incorporados a los títulos valores incluidos en el sistema no exigirá la representación física de éstos, que podrá sustituirse por la relación numérica de los depositados en cada Entidad adherida o de los custodiados por cada Agente de Cambio y Bolsa o por los documentos que aquélla o éste expidan al efecto, respaldados por dicha relación.

Para el ejercicio de los derechos de suscripción negociados en Bolsa podrán utilizarse los documentos que extienda la Junta Sindical de la Bolsa correspondiente.

Art. 52. Los derechos al cobro de intereses, dividendos, cupones y cualesquiera otros de contenido económico se ejercitarán a través de las Entidades depositarias, Juntas Sindicales o Agentes de Cambio y Bolsa que tuvieren la custodia de los títulos, liquidándose los saldos entre unas y otros en la forma indicada en el artículo 34.

Art. 53. 1. Para el ejercicio del derecho de asistencia a Juntas o Asambleas Generales, las Entidades depositarias, las Juntas Sindicales de las Bolsas y los Agentes de Cambio y Bolsa facilitarán a los interesados el cumplimiento de lo prevenido en la legislación vigente, de acuerdo con lo que se establece en el artículo 51.

2. Las Juntas Sindicales de las Bolsas de Comercio proporcionarán, en su caso y a petición de las Entidades depositarias, certificaciones expresivas de los saldos acreedores de títulos que las mismas tuvieren en la fecha de que se trate.

Art. 54. Las Entidades depositarias, las Juntas Sindicales o Agentes de Cambio y Bolsa estarán obligados, siempre que los títulos salgan del sistema, a cortar e inutilizar los cupones correspondientes a derechos ya ejercidos o a estampillar los títulos con la mención de que se han ejercitado todos los derechos hasta la fecha de salida.

Art. 55. Las Juntas Sindicales de las Bolsas podrán comprobar, en cualquier momento, la numeración de los valores poseídos por las Entidades depositarias, a títulos de propiedad o depósito, incluidos en el sistema y verificar su existencia.

#### DISPOSICIONES TRANSITORIAS

Primera.—1. Las Entidades mencionadas en los números 1, 2 y 3 del artículo 3.º que deseen adherirse al sistema a la entrada en vigor de esta disposición deberán solicitarlo antes del día 1 de julio de 1974, y las resoluciones de las Juntas Sindicales de las respectivas Bolsas deberán serles notificadas antes del día 1 de septiembre de 1974.

2. Las Entidades que no hubieren formulado su solicitud de adhesión en el plazo indicado en el párrafo

anterior sólo podrán hacerlo a partir del día 1 de enero de 1976.

3. Los plazos establecidos en los apartados precedentes regirán para las solicitudes de autorización para el acceso a la liquidación bursátil a que se refiere el artículo 5.º

Segunda.—Los anuncios, previstos en el artículo 15, relativos a la inclusión de la primera o primeras clases de valores en el sistema, serán publicados antes del día 1 de julio de 1974.

Tercera.—Las Juntas Sindicales de las Bolsas, con antelación suficiente, adoptarán las disposiciones oportunas para que, en la fecha de inclusión de cada clase de valor en el sistema, hayan quedado regularizadas las liquidaciones pendientes por obligaciones sobre valores de dicha clase.

#### DISPOSICIONES FINALES

Primera.—1. Una Comisión mixta, de representantes de los órganos rectores de las Bolsas de Comercio y de las Entidades depositarias y emisoras de títulos, contribuirá al estudio de los problemas que se planteen con ocasión de la aplicación y desarrollo del nuevo sistema de liquidación y compensación de operaciones en Bolsa y depósito de valores mobiliarios y propondrá al Ministerio de Hacienda las medidas que estime adecuadas para el perfeccionamiento del mismo y la resolución de las dificultades surgidas.

2. Formarán dicha comisión dos representantes de cada una de las Juntas Sindicales de las Bolsas Oficiales de Comercio, dos del Consejo Superior Bancario, uno de la Confederación Española de Cajas de Ahorro y un representante de cada una de las dos Entidades emisoras de títulos de mayor volumen de contratación bursátil.

Segunda.—La presente Orden entrará en vigor al día siguiente de su publicación en el *Boletín Oficial del Estado*.

#### LEY 24/1988, DE 28 DE JULIO, DEL MERCADO DE VALORES (BOE de 29 de julio)

#### TITULO I

#### DISPOSICIONES GENERALES

.....

#### CAPITULO II

*De los valores representados por medio de anotaciones en cuenta*

#### Artículo 5

Los valores negociables podrán representarse por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos. La

modalidad de representación elegida habrá de aplicarse a todos los valores integrados en una misma emisión.

La representación de valores por medio de anotaciones en cuenta será irreversible.

La representación por medio de títulos será reversible. El paso al sistema de anotaciones en cuenta podrá hacerse, no obstante lo dispuesto en el párrafo primero, a medida que los titulares vayan prestando su consentimiento a la transformación.

El Gobierno podrá establecer, con carácter general o para determinadas categorías de valores, que su representación por medio de anotaciones en cuenta sea condición necesaria para la admisión a negociación en uno u otro mercado secundario oficial de valores. Asimismo, determinará los supuestos excepcionales en que no será de aplicación lo dispuesto en el párrafo segundo.

#### **Artículo 6**

La representación de valores por medio de anotaciones en cuenta requerirá siempre el otorgamiento de escritura pública en la que consten la denominación, número de unidades, valor nominal y demás características y condiciones de los valores integrados en la emisión. Dicha escritura podrá sustituirse, en su caso, por la de emisión.

La entidad emisora deberá depositar una copia de la escritura ante la entidad encargada del registro contable y otra ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores, quien lo incorporará al correspondiente registro público previsto en el artículo 92. Cuando se trate de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, deberá depositarse también una copia ante su organismo rector.

La entidad emisora y la encargada del registro contable habrán de tener en todo momento a disposición de los titulares y del público interesado una copia de la referida escritura.

En el caso de las emisiones de Deuda del Estado y de las Comunidades Autónomas, así como en aquellos otros supuestos en que se halle establecido legalmente, la publicación de las características de la emisión en el *Boletín Oficial* correspondiente sustituirá a la escritura pública contemplada en los párrafos anteriores.

#### **Artículo 7**

La llevanza del registro contable de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta correspondientes a una emisión será atribuida a una única entidad.

Cuando se trate de valores no admitidos a negociación en mercados oficiales, dicha entidad será libremente designada por la emisora entre las que ostenten la condición de Sociedad y Agencia de Valores. La designación deberá ser inscrita en el Registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores previsto en el artículo 92 de

esta Ley, como requisito previo al comienzo de la llevanza del registro contable.

Cuando se trate de valores admitidos o negociados en las Bolsas de Valores, la llevanza del registro contable habrá de encomendarse necesariamente al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores en exclusiva o, si así se establece, de modo conjunto con sus entidades adheridas, en cuyo caso tendrá aquél carácter de Registro Central. No obstante, tal llevanza corresponderá, en su caso, a la sociedad rectora de la Bolsa correspondiente si así se determina, de conformidad con lo previsto en el párrafo segundo del artículo 54.

Cuando se trate de valores admitidos a negociación en el Mercado de Deuda Pública, la llevanza del registro corresponderá a la Central de Anotaciones como registro central y a las entidades gestoras.

El Gobierno establecerá, en relación con las distintas entidades a las que se encomienda la llevanza de los registros contables y los distintos tipos de valores, las normas de organización y funcionamiento de los correspondientes registros, los sistemas de identificación y control de los valores representados mediante anotaciones en cuenta, así como las relaciones de aquellas entidades con los emisores y su intervención en la administración de los valores.

La falta de práctica de las correspondientes inscripciones, las inexactitudes y retrasos en las mismas y, en general, la infracción de las reglas establecidas para la llevanza de los registros darán lugar a la responsabilidad de la entidad incumplidora, salvo culpa exclusiva del perjudicado, frente a quienes resulten perjudicados. Dicha responsabilidad, en la medida de lo posible, habrá de hacerse efectiva en especie.

#### **Artículo 8**

Los valores representados por medio de anotaciones en cuenta se constituirán como tales en virtud de su inscripción en el correspondiente registro contable, que, en su caso, será el de carácter central, quedando desde entonces sometidos a las disposiciones de este capítulo. El contenido de los valores anotados vendrá determinado por la escritura prevista en el artículo 6.

Los suscriptores de valores representados por medio de anotaciones en cuenta tendrán derecho a que se practiquen a su favor, libres de gastos, las correspondientes inscripciones.

Reglamentariamente se establecerán las condiciones para que los valores representados mediante anotaciones en cuenta funcionen como fungibles a efectos de las operaciones de compensación y liquidación.

#### **Artículo 9**

La transmisión de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta tendrá lugar por transferencia contable. La inscripción de la transmisión a favor del

adquirente producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos.

La transmisión será oponible a terceros desde el momento en que se haya practicado la inscripción.

El tercero que adquiera a título oneroso valores representados por medio de anotaciones en cuenta de persona que, según los asientos del registro contable, aparezca legitimada para transmitirlos no estará sujeto a reivindicación, a no ser que en el momento de la adquisición haya obrado de mala fe o con culpa grave.

La entidad emisora sólo podrá oponer, frente al adquirente de buena fe de valores representados por medio de anotaciones en cuenta, las excepciones que se desprendan de la inscripción en relación con la escritura prevista en el artículo 6 y las que hubiese podido esgrimir en el caso de que los valores hubiesen estado representados por medio de títulos.

#### Artículo 10

La constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes sobre valores representados por medio de anotaciones en cuenta deberá inscribirse en la cuenta correspondiente. La inscripción de la prenda equivale al desplazamiento posesorio del título.

La constitución del gravamen será oponible a terceros desde el momento en que haya practicado la correspondiente inscripción.

#### Artículo 11

La persona que aparezca legitimada en los asientos del registro contable se presumirá titular legítimo y, en consecuencia, podrá exigir de la entidad emisora que realice en su favor las prestaciones a que dé derecho el valor representado por medio de anotaciones en cuenta.

La entidad emisora que realice de buena fe y sin culpa grave la prestación en favor del legitimado, se liberará aunque éste no sea el titular del valor.

Para la transmisión y el ejercicio de los derechos que corresponden al titular será precisa la previa inscripción a su favor.

#### Artículo 12

La legitimación para la transmisión y para el ejercicio de los derechos derivados de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta podrá acreditarse mediante la exhibición de certificados que serán oportunamente expedidos por las entidades encargadas de los registros contables, de conformidad con los propios asientos.

Dichos certificados no conferirán más derechos que los relativos a la legitimación. Serán nulos los actos de disposición que tengan por objeto los certificados.

No podrá expedirse, para los mismos valores y para

el ejercicio de los mismos derechos, más de un certificado.

Las entidades encargadas de los registros contables y los miembros de los mercados de valores no podrán dar curso a transmisiones o gravámenes ni practicar las correspondientes inscripciones si el disponente no ha restituido previamente los certificados expedidos a su favor. La obligación de restitución decae cuando el certificado haya quedado privado de valor.

## TITULO IV

### MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES DE VALORES

#### CAPITULO II

##### *De las Bolsas de Valores*

#### Artículo 54

Se constituirá una sociedad anónima que, con la denominación de Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, tendrá por funciones:

a) Llevar, en los términos previstos en el capítulo II del título I de la presente Ley, el registro contable correspondiente a valores admitidos a negociación en las Bolsas de Valores y representados por medio de anotaciones en cuenta.

b) Gestionar, en exclusiva, la compensación de valores y de efectivo derivada de la negociación en las Bolsas de Valores.

Lo dispuesto en el párrafo anterior se entiende sin perjuicio de que, respecto de los valores admitidos a negociación en una única Bolsa de Valores, las Comunidades Autónomas con competencia en la materia dispongan la creación por la sociedad rectora de aquella de un servicio propio de llevanza del registro contable de valores representados por medio de anotaciones en cuenta y de compensación y liquidación. No serán aplicables, a este único efecto, las restricciones de objeto social y de actividad contenidas en el párrafo primero del artículo 46 y en el párrafo primero del artículo 48.

El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores actuará bajo principios de rentabilización de sus recursos propios y cobertura por sus usuarios del coste de los servicios prestados. No podrá realizar ninguna actividad de intermediación financiera ni las actividades citadas en el artículo 71, salvo la citada en su letra g), y se abstendrán de asumir riesgos con los participantes en los servicios de compensación y liquidación, todo ello con las excepciones, estrictamente limitadas a lo que resulte indispensable para el desarrollo de sus funciones, que establezca el Gobierno.

El Gobierno establecerá los criterios para determinar las entidades financieras directamente implicadas en los preceptos de compensación y liquidación de valores que deban participar en el capital del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y para distribuir el capital de éste entre aquéllas. Entre dichas entidades podrán figurar las instituciones no residentes que desarrollen en el extranjero actividades análogas a las del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, quien, a su vez, podrá también participar en el capital de aquéllas. Será de aplicación a la incorporación o cese de los accionistas y a la adaptación de sus participaciones a las variaciones que se produzcan, el procedimiento previsto en los párrafos tercero, cuarto, quinto y sexto del artículo 48.

Los estatutos sociales y sus modificaciones, así como la suscripción y transmisión de las acciones requerirán la previa aprobación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

El Gobierno queda facultado para regular, en todo lo no previsto en esta Ley, el régimen de funcionamiento de dicha sociedad, así como los servicios prestados por la misma. En particular, podrá prever la existencia de entidades adheridas que actúen como depositarias de los títulos o que lleven las cuentas individualizadas correspondientes a los valores de quienes no ostenten aquella condición.

#### DISPOSICIONES TRANSITORIAS

*Novena.*—En el plazo de tres meses a partir de la publicación de esta Ley el Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, nombrará un delegado encargado de promover la constitución del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.

En tanto no se constituya la Sociedad Anónima a que se hace referencia en el artículo 51, el sistema de compensación y liquidación de valores se gestionará de acuerdo con la organización y los medios personales y materiales existentes en la actualidad.

*Décima.*—A partir de la entrada en vigor de los preceptos de esta Ley, referentes a las Bolsas de Valores, la incorporación de nuevas emisiones al sistema de fungibilidad regulado por el Decreto 1128/1974, de 25 de abril, tendrá carácter excepcional. Dicho sistema de fungibilidad se considerará a extinguir y los títulos de nueva emisión que se hayan incorporado al mismo en los términos anteriormente mencionados se transformarán obligatoriamente en anotaciones en cuenta, tan pronto como estén disponibles los nuevos sistemas de registro y gestión de valores anotados. El Gobierno regulará la transformación de los restantes títulos en anotaciones a cuenta, derogando la disposición mencionada no más tarde del 31 de diciembre de 1992.

## PROPUESTA DE REAL DECRETO SOBRE REPRESENTACION DE VALORES POR MEDIO DE ANOTACIONES EN CUENTA Y COMPENSACION Y LIQUIDACION DE OPERACIONES BURSATILES

(Madrid, 26 de junio de 1991)  
(Borrador tras observaciones)

### INDICE

TITULO I: REPRESENTACION DE VALORES POR MEDIO DE ANOTACIONES EN CUENTA

CAPITULO I: DISPOSICIONES COMUNES

Sección 1.<sup>a</sup> La anotación en cuenta como modalidad de representación de los valores.

Sección 2.<sup>a</sup> Constancia y publicidad de las características de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta

Sección 3.<sup>a</sup> Régimen jurídico de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta.

Sección 4.<sup>a</sup> Certificados de legitimación.

Sección 5.<sup>a</sup> Otras reglas comunes.

CAPÍTULO II: REGISTRO CONTABLE DE VALORES ADMITIDOS A NEGOCIACION EN MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES

Sección 1.<sup>a</sup> Sistema de registro contable de valores admitidos a negociación en Bolsa.

Sección 2.<sup>a</sup> Práctica de las inscripciones referentes a valores cotizados en Bolsa.

Sección 3.<sup>a</sup> Registro contable de valores admitidos a negociación en otros mercados secundarios oficiales.

CAPITULO III: REGISTRO CONTABLE DE VALORES NO ADMITIDOS A NEGOCIACION EN MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES

Sección 1.<sup>a</sup> Entidad encargada del Registro Contable.

Sección 2.<sup>a</sup> Llevanza del Registro Contable.

TITULO II: LIQUIDACION Y COMPENSACION DE OPERACIONES BURSATILES

CAPITULO I: DISPOSICIONES GENERALES.

CAPITULO II: ASEGURAMIENTO DE LA ENTREGA DE LOS VALORES EN LA FECHA DE LIQUIDACION.

CAPITULO III: LIQUIDACION DE EFECTIVOS.

CAPITULO IV: FIANZAS EN GARANTIA DEL MERCADO.

### TITULO III: SERVICIO DE COMPENSACION Y LIQUIDACION DE VALORES Y ENTIDADES ADHERIDAS.

#### CAPITULO I: SERVICIO DE COMPENSACION Y LIQUIDACION DE VALORES.

#### CAPITULO II: ENTIDADES ADHERIDAS AL SERVICIO DE COMPENSACION Y LIQUIDACION DE VALORES.

Disposición adicional.  
Disposiciones transitorias.  
Disposición final.

En el proceso de reforma del mercado de valores español que impulsó decisivamente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, está aún pendiente la articulación de dos piezas de especial importancia, previstas en ella e íntimamente relacionadas, que han de hacerse realidad en los próximos meses: de un lado, la constitución del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y el desarrollo de un nuevo sistema de compensación y liquidación de operaciones bursátiles; de otro, la extensión del sistema de representación de valores por medio de anotaciones en cuenta —hoy sólo aplicado a los valores negociados en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones— a los valores cotizados en Bolsa y, en general, a todo tipo de valores cuyos emisores así lo decidan.

En relación con este último aspecto, la Ley del Mercado de Valores, complementada por ciertos preceptos de la Ley 19/1989, de 25 de julio, de Reforma Parcial y Adaptación de la Legislación Mercantil a las Directivas de la CEE en materia de Derecho de Sociedades, contiene únicamente los elementos fundamentales del régimen jurídico sustantivo de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta, del diseño del sistema registral que implica y del modo en que debe producirse la transformación de los títulos tanto en los casos en que la transformación tenga carácter puramente voluntario como en aquellos en que resulta obligada. De ahí que fuera necesaria la elaboración de un Real Decreto que, como el presente, completara adecuada y suficientemente las previsiones legales.

En él se aborda el régimen de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta con ánimo de generalidad, comenzando por una serie de «disposiciones comunes» aplicables en principio a todos ellos. Dichas disposiciones, además de referirse a la escritura en la que han de constar las características de los valores y a los certificados —medio por antonomasia de legitimación— y de reproducir y completar las normas de la Ley que configuran su régimen jurídico-sustantivo, incluyen importantes previsiones sobre las relaciones entre las entidades emisoras y las que lleven los registros y sobre las responsabilidades y retribución de éstas, junto con preceptos que, como otros que el Real Decreto recoge después, responden a una preocupación por garantizar una llevanza segura y ordenada de aquéllos (así

los que se refieren a la rectificación y al libro diario de inscripciones y a la conservación de información).

A continuación, se dedican sucesivamente dos Capítulos al régimen de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta negociados en mercados secundarios oficiales y al de los no cotizados en los mismos. El primero de ellos trata, no obstante, en realidad, de los valores admitidos a negociación en las Bolsas de Valores. De su contenido puede destacarse la opción por un sistema de doble escalón, que no se opone a la idea de unidad del registro contable aun cuando se articule a través de un registro central y de registros de detalle a cargo de las Entidades adheridas, así como la decisión de mantener, como elemento de control, las llamadas a partir de ahora «referencias de registro», herederas de las referencias técnicas que traen causa del Decreto 1128/1974. En cuanto a los valores negociados en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones se declaran los preceptos del Real Decreto de carácter meramente supletorio, ya que ha parecido oportuno dejar para más adelante una posible revisión global del Real Decreto 505/1987, por el que se dispuso la creación de un Sistema de Anotaciones en Cuenta para la Deuda del Estado, cuyo funcionamiento ha de considerarse satisfactorio. Y la misma solución se ha seguido para los valores negociados en otros mercados secundarios oficiales, por su especificidad y habida cuenta de la circunstancia general de que el establecimiento de los mismos exige, de conformidad con el artículo 59 de la LMV, el correspondiente Real Decreto en el que se podría matizar la regla de supletoriedad. Por lo demás, la regulación de la representación de valores por medio de Anotaciones en Cuenta de valores no negociados en mercados secundarios oficiales ha tratado también de combinar la idea de garantía y seguridad con la de la necesaria agilidad en la llevanza de los registros. Esta última se ha tenido especialmente presente en el caso de valores que se negocien en mercados organizados.

Los preceptos del Real Decreto que se refieren a la liquidación y compensación de operaciones bursátiles, que sin duda coadyuvarán a la modernización y mejora de esta pieza trascendental del sistema cuya eficiencia es clave para la competitividad de la Bolsa española en el plano internacional, pueden ser agrupados en dos bloques: el de los de carácter organizativo o institucional y el de los de diseño operativo. Dentro del primero se regula el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y el régimen de las Entidades adheridas al mismo, con especial referencia a las funciones de aquél —entre las que se subrayan las supervisoras— y al régimen de distribución de su capital. En él han de participar directa o indirectamente todas las Entidades adheridas de acuerdo con un sistema en el que se toman en consideración su peso en el volumen total de la liquidación y se garantiza una presencia relevante de las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores. En cuanto al segundo, se ha considerado conveniente que el Real Decreto recoja expresamente los principios, coincidentes con los internacionalmente aceptados, que deben regir el proceso de liquidación y compensación bursátil. La intención

ha sido dejar el diseño detallado del sistema en manos del propio Servicio, que se prevé apruebe un Reglamento de organización y funcionamiento, aunque se ha optado por dar en el Real Decreto el adecuado soporte a los sistemas de préstamo y recompra de valores que han de servir para asegurar su entrega en la fecha de liquidación y al procedimiento de liquidación de efectivos a través del Banco de España; igualmente, se aprovecha para actualizar, refiriéndolo al nuevo Servicio, el sistema de fianza en garantía del mercado diseñado en el Real Decreto 726/1989, de 23 de junio, sobre Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores, Sociedad de Bolsas y Fianza Colectiva.

Por último, debe destacarse la importancia de las disposiciones transitorias del presente Real Decreto, que se ocupan del modo en que ha de llevarse a cabo el proceso de obligada transformación en valores representados por medio de anotaciones en cuenta de los valores actualmente admitidos a negociación en las Bolsas de Valores.

En su virtud, ... el Consejo de Estado, a propuesta del Ministro de Economía y Hacienda, y previa deliberación del Consejo de Ministros en su reunión de ... de ... de 1991,

DISPONGO:

TITULO I

REPRESENTACION DE VALORES POR MEDIO  
DE ANOTACIONES EN CUENTA

CAPITULO I

DISPOSICIONES COMUNES

*Sección 1.ª La anotación en cuenta como modalidad de representación de los valores*

*Artículo 1. Representación de los valores negociables por medio de anotaciones en cuenta*

Los valores negociables podrán estar representados por medio de anotaciones en cuenta con arreglo a lo dispuesto en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y en este Real Decreto.

*Artículo 2. Unidad de representación*

La representación de valores por medio de anotaciones en cuenta se aplicará a todos los integrantes de una misma emisión, con las excepciones *que se deriven de lo previsto* en este Real Decreto para el caso de cambio en la modalidad de representación.

*Artículo 3. Irreversibilidad de la representación de los valores por medio de anotaciones en cuenta*

La representación de los valores por medio de anotaciones en cuenta será irreversible salvo en el caso de que, tratándose de valores no admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, lo autorice la Comisión Nacional del Mercado de Valores a *solicitud del emisor*

en consideración a su escasa difusión. En tal caso, la Entidad encargada del registro contable hará entrega a los titulares de los correspondientes títulos, ostentando respecto de éstos, hasta que sean recogidos, la condición de depositaria.

*Artículo 4. Carácter reversible de la representación de los valores por medio de títulos*

1. Previo acuerdo adoptado al efecto por la entidad emisora con los requisitos legales, los títulos representativos de valores podrán transformarse en anotaciones en cuenta.

2. La transformación se producirá a medida en que vayan siendo presentados con tal objeto ante la entidad o entidades encargadas del registro contable, que practicarán las correspondientes inscripciones a favor de quienes aparezcan como titulares de acuerdo con su Ley de circulación.

3. El plazo de presentación de los títulos para la transformación, que habrá de fijarse en el acuerdo y publicarse en el *Boletín Oficial del Registro Mercantil* y en uno de los diarios de mayor circulación en la provincia en que la sociedad tenga su domicilio, no podrá ser inferior a un mes ni superior a un año.

4. Transcurrido el referido plazo, los títulos no transformados quedarán anulados, sin perjuicio de que deba procederse a practicar la correspondiente inscripción a favor de quien acredite la titularidad del derecho.

5. Pasados tres años desde la conclusión del plazo previsto para la transformación sin que se haya producido la inscripción, se procederá por la entidad encargada a la venta de los valores por cuenta y riesgo de los interesados a través de una o varias Sociedades o Agencias de Valores, en su caso miembros de la Bolsa, y al depósito de su importe en la forma prevista en el número 3 del artículo 59 de la Ley de Sociedades Anónimas.

6. La entidad encargada podrá proceder a la destrucción de los títulos recogidos, extendiendo el correspondiente documento en el que se haga constar que será firmado también por un representante del emisor. En todo caso, en los títulos que no se destruyan deberá hacerse figurar visiblemente que han quedado anulados.

7. En el caso de que los títulos no hubieran sido expedidos será necesario, para que tenga lugar la transformación, que conste esta circunstancia en certificación expedida por el órgano de administración. Las correspondientes inscripciones se practicarán en favor de quienes acrediten ser titulares de los valores y previa presentación, en su caso, de los resguardos provisionales o extractos de inscripción emitidos.

*Artículo 5. Reserva de denominación*

Las expresiones «valores representados por medio de anotaciones en cuenta», «anotaciones en cuenta» u otras que puedan inducir a confusión con ellas sólo podrán utilizarse con referencia a valores negociables que sean objeto de representación por medio de anotaciones en

cuenta con arreglo a lo establecido en el presente Real Decreto o en las disposiciones a que se refiere la Sección 3.ª de su Capítulo II.

*Sección 2.ª Constancia y publicidad de las características de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta*

*Artículo 6. Otorgamiento de escritura pública*

1. La representación de valores por medio de anotaciones en cuenta deberá constar en escritura pública, que será, en su caso, la de emisión. En ella, además de la designación de la entidad encargada del registro contable, deberán constar la denominación, número de unidades, valor nominal y demás características de los valores; en especial, y de acuerdo con la naturaleza propia de éstos, aquellas otras que son objeto de mención en la Ley de Sociedades Anónimas, en el Reglamento Mercantil y en otras disposiciones específicamente aplicables.

2. En el caso de programas de emisión que comprendan la posibilidad de emitir durante cierto plazo valores de distintas características, bastará con la existencia de una sola escritura pública que refleje las que sean comunes a condición de que en certificación suplementaria expedida por el órgano de administración del emisor o por persona con poder bastante al efecto se hagan constar las características diferenciadas. Estas certificaciones, cuyas firmas habrán de estar legitimadas notarialmente, serán depositadas y puestas a disposición del público junto con la copia de la escritura conforme a lo previsto en el artículo siguiente.

3. El contenido de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta vendrá determinado por la escritura y, en su caso, certificación previstas en los números anteriores.

*Artículo 7. Depósito de copia de la escritura pública*

1. La entidad emisora deberá depositar una copia de la escritura ante el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores o ante la entidad encargada del registro contable con anterioridad a la práctica de la primera inscripción de los valores a que se refiera.

2. Antes de dicha primera inscripción, la entidad emisora deberá depositar otra copia de la escritura ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que procederá a incorporarla al registro público contemplado en la letra e) del artículo 92 de la Ley del Mercado de Valores.

3. Cuando se trate de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial, la entidad emisora deberá depositar otra copia de la mencionada escritura ante su organismo rector. Tratándose de valores que se negocien a través del Sistema de Interconexión Bursátil, el depósito podrá hacerse ante la Sociedad de Bolsas o ante cualquiera de las Sociedades Receptoras de las Bolsas de Valores, acompañando la copia autorizada

de copias simples que la entidad que las reciba cotejará y hará llegar a las restantes.

*Artículo 8. Publicidad de la escritura*

1. La entidad emisora, la entidad encargada del registro contable y, en su caso, los organismos rectores de los mercados habrán de tener en todo momento a disposición de los titulares y del público interesado en general las copias de la escritura a que se hace referencia en este Capítulo. Tratándose de valores que se negocien a través del Sistema de Interconexión Bursátil esta obligación recaerá sobre la Sociedad de Bolsas y sobre todas las Sociedades Receptoras de las Bolsas de Valores.

2. Los titulares y demás personas interesadas podrán consultar directamente dichas copias y tendrán derecho a obtener la expedición, a su costa, de una reproducción de las mismas por cualquier medio adecuado.

*Artículo 9. Modificación de las características de los valores*

1. La modificación de las características de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta deberá constar en escritura pública, que será depositada y puesta a disposición del público en la forma prevista en los artículos anteriores y, en el caso de que no la sustituya, conjuntamente con la escritura inicial.

2. Sin perjuicio de que pueda proceder su publicación en el *Boletín Oficial del Registro Mercantil*, la modificación se hará en uno de los diarios de mayor circulación en la provincia en que la entidad emisora tenga su domicilio.

*Artículo 10. Emisiones de entidades públicas*

En el caso de emisiones de Deuda del Estado o de las Comunidades Autónomas, la publicación de las características de la emisión en los *Boletines Oficiales* respectivos eximirá de las obligaciones de otorgamiento de escritura pública y publicidad contempladas en los artículos anteriores. El mismo régimen será aplicable a las emisiones de otras entidades públicas y a organismos internacionales si alguna disposición legal o reglamentaria impone la publicación de sus características en alguno de los citados diarios oficiales.

*Sección 3.ª Régimen jurídico de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta*

*Artículo 11. Primera inscripción*

Los valores representados por medio de anotaciones en cuenta se constituirán como tales en virtud de su inscripción en el correspondiente registro contable. Tratándose de valores admitidos a negociación en Bolsa, tal efecto constitutivo se producirá con la inscripción en el registro central, a cargo del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores. A partir de dicha inscripción, los valores inscritos quedarán sometidos a las normas previstas en el Capítulo II del Título I de la Ley del Mercado de Valores y en este Real Decreto.

#### *Artículo 12. Transmisión*

1. La transmisión de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta tendrá lugar por transferencia contable. La inscripción de la transmisión a favor del adquirente producirá los mismos efectos que la tradición de los títulos.

2. La transmisión será oponible a terceros desde el momento en que se haya practicado la inscripción.

3. El tercero que adquiera a título oneroso valores representados por medio de anotaciones en cuenta de persona que, según los asientos del registro contable, aparezca legitimada para transmitirlos, no estará sujeto a reivindicación, a no ser que en el momento de la adquisición haya obrado de mala fe o con culpa grave. Quedan a salvo los derechos y acciones del titular desposeído contra las personas responsables de los actos en cuya virtud haya quedado privado de los valores.

4. La entidad emisora sólo podrá oponer, frente al adquirente de buena fe de valores representados por medio de anotaciones en cuenta, las excepciones que se desprendan de la inscripción en relación con la escritura prevista en el artículo 6 y las que hubiese podido esgrimir en el caso de que los valores hubiesen estado representados por medio de títulos.

#### *Artículo 13. Constitución de derechos reales limitados y otros gravámenes*

1. La constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes sobre valores representados por medio de anotaciones en cuenta deberá inscribirse en la cuenta correspondiente. La inscripción de la prenda equivale al desplazamiento posesorio del título.

2. La constitución del gravamen será oponible a terceros desde el momento en que se haya practicado la correspondiente inscripción.

#### *Artículo 14. Valores en copropiedad*

Los valores en copropiedad se inscribirán a nombre de todos los cotitulares.

#### *Artículo 15. Legitimación registral*

1. La persona que aparezca legitimada en los asientos del registro contable se presumirá titular legítimo y, en consecuencia, podrá exigir de la entidad emisora que realice en su favor las prestaciones a que dé derecho el valor representado por medio de anotaciones en cuenta.

2. La entidad emisora que realice de buena fe y sin culpa grave la prestación en favor del legitimado se liberará, aunque éste no sea el titular del valor.

(...)

#### *Artículo 16. Prioridad y tracto sucesivo*

1. Los registros contables de valores anotados se regirán por los principios de prioridad de inscripción y de tracto sucesivo.

2. Conforme al principio de prioridad, una vez producida cualquier inscripción no podrá practicarse ninguna otra respecto de los mismos valores que obedezca a un hecho producido con anterioridad en lo que resulte opuesta o incompatible con la anterior. Asimismo, el acto que acceda primeramente al registro será preferente sobre los que accedan con posterioridad, debiendo la entidad encargada de la llevanza del registro contable practicar las operaciones correspondientes según el orden de presentación.

3. Conforme al principio de tracto sucesivo, para la inscripción de la transmisión de valores será precisa la previa inscripción de los mismos en el registro contable a favor del transmitente. Igualmente, la inscripción de la constitución, modificación o extinción de derechos reales sobre valores inscritos requerirá su previa inscripción a favor del disponente.

#### *Artículo 17. Fungibilidad de los valores*

1. Los valores representados por medio de anotaciones en cuenta correspondientes a una misma emisión que tengan unas mismas características tienen carácter fungible. En consecuencia, quien aparezca como titular en el registro contable lo será de una cantidad determinada de los mismos sin referencia que identifique individualmente los valores.

2. En particular, se considerarán fungibles entre sí todas las acciones de una misma clase y serie y los demás valores de un mismo emisor cuyas características, desde el origen o de modo sobrevenido, sean las mismas.

3. Lo dispuesto en los números precedentes se entiende sin perjuicio de las necesidades de especificación o desglose de valores inscritos derivadas de situaciones especiales, como la constitución de derechos reales limitados u otra clase de gravámenes o la expedición de certificados.

#### *Sección 4.ª Certificados de legitimación*

#### *Artículo 18. Certificados de legitimación. Contenido y clases*

1. Cuando ello se considere necesario, la legitimación para la transmisión y para el ejercicio de los derechos derivados de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta, o de los derechos reales limitados o gravámenes constituidos sobre ellos, podrá acreditarse mediante la exhibición de certificados en los que constará la identidad del titular de los valores y, en su caso, de los derechos limitados o gravámenes, la identificación del emisor y de la emisión, el número de valores que comprendan, la referencia o referencias de registro o numéricas correspondientes y su fecha de expedición. También constarán en los certificados la finalidad para la que hayan sido expedidos y su plazo de vigencia.

2. Los certificados podrán referirse a todos o parte de los valores integrados en cada saldo. En el caso de

que se refieran tan sólo a parte de ellos, en el momento de su expedición se procederá a efectuar el correspondiente desglose de la cuenta del titular, que se mantendrá hasta la restitución del certificado o hasta que éste haya caducado.

#### *Artículo 19. Expedición*

1. Los certificados sólo serán expedidos a solicitud del titular de los valores o derechos y de conformidad con los asientos del registro contable, por la Entidad encargada o adherida correspondiente a través de persona con poder bastante al efecto. Si se refieren a valores propiedad de las Entidades adheridas, su expedición corresponderá al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.

2. Los certificados deberán ser expedidos antes de que concluya el día hábil siguiente a aquel en que haya tenido lugar la presentación de la solicitud.

3. No podrá expedirse, para los mismos valores o derechos y para el ejercicio o la transmisión de los mismos derechos, más de un certificado.

#### *Artículo 20. Alcance de los certificados*

1. Los certificados a los que hace referencia el artículo precedente no conferirán más derechos que los relativos a la legitimación.

2. Serán nulos los actos de disposición que tengan por objeto los certificados.

#### *Artículo 21. Inmovilización de los valores*

1. Los valores respecto de los que estén expedidos certificados quedarán inmovilizados. Las Entidades adheridas o encargadas no podrán dar curso a transmisiones o gravámenes ni practicar las correspondientes inscripciones en tanto que no hayan sido restituidos.

2. Sin perjuicio de que pueda solicitar y obtener la expedición de uno nuevo, el usufructuario, acreedor pignoraticio o titular de gravámenes deberá restituir el certificado que tenga expedido a su favor tan pronto como le sea notificada la transmisión de los valores.

3. Los miembros de las Bolsas o de otros mercados organizados tampoco podrán ejecutar las órdenes de venta que reciban si tienen constancia de que se refieren a valores respecto de los que estén expedidos certificados vigentes. Se exceptúa el caso de que ellos mismos los recojan con ocasión de tales órdenes para hacerlos llegar a la Entidad adherida o encargada en cuyos registros figuraran inscritos los valores.

4. La obligación de restitución decae cuando el certificado haya caducado.

5. Los certificados caducarán por el transcurso del plazo de vigencia en ellos establecido, que no podrá exceder de seis meses. Los certificados en los que no se señale plazo caducarán por el transcurso de tres meses desde la fecha de su expedición.

(...)

#### *Artículo 21 bis. Ejercicio de la acción ejecutiva*

La confrontación de los títulos con los libros talonarios a que se refiere el número 5 del artículo 1429 de la Ley de Enjuiciamiento Civil será sustituida, en el caso de valores representados por medio de anotaciones en cuenta, por la del certificado a que se refiere esta Sección con los registros de la Entidad adherida o encargada.

#### *Sección 5.ª Otras reglas comunes*

#### *Artículo 22. Suministro de datos a las emisoras sobre la identidad de sus accionistas*

1. Las normas de funcionamiento del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores contendrán las previsiones necesarias para que, dentro del proceso de liquidación, todas las operaciones relativas a acciones de sociedades cuyos títulos habrían de ser nominativos en virtud de disposición legal sean comunicadas a dichas sociedades.

2. El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores prestará, sin que ello pueda implicar el mantenimiento en el mismo de ficheros permanentes, el servicio de canalización de las solicitudes de otras sociedades que se formulen con ocasión de la celebración de cualquier Junta General y con referencia a la fecha contemplada en el artículo 104 de la Ley de Sociedades Anónimas.

3. Cualquier información de que dispongan las emisoras en relación con la identidad de sus accionistas deberá estar permanentemente a disposición de cualquiera de ellos.

#### *Artículo 23. Rectificación de inscripciones*

La Entidad encargada o adherida sólo podrá rectificar las inscripciones inexactas en virtud de resolución judicial, salvo en el caso de errores puramente materiales o aritméticos que resulten del propio registro o de la mera confrontación con el documento en cuya virtud se haya practicado la inscripción. El asiento de rectificación se hará constar en su fecha en el libro al que se refiere el artículo siguiente.

#### *Artículo 24. Libro diario de inscripciones*

La Entidad encargada o adherida llevará un libro o fichero informático de inscripciones, en el que anotará diariamente referencia suficiente de todas y cada una de las practicadas en cualquiera de los registros a su cargo, asignándoles un número correlativo. El primer número de cada día será el siguiente al asignado a la última inscripción del día anterior.

#### *Artículo 25. Ejercicio de derechos económicos*

1. Los derechos al cobro de intereses, dividendos y cualesquiera otros de contenido económico se ejercitarán a través de las Entidades adheridas o encargadas en cuyos registros estén inscritos los valores o con su asistencia.

2. El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores comunicará al emisor puntualmente, a los efectos de lo previsto en el número anterior, el número de valores inscrito en los registros de cada Entidad adherida.

#### *Artículo 26. Retribución*

1. El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores establecerá las tarifas aplicables a sus clientes, Entidades adheridas o emisoras, por sus servicios de compensación y liquidación, incluidos los de naturaleza puramente registral. Las Entidades adheridas establecerán, asimismo, las tarifas de las comisiones que hayan de percibir de sus clientes por la inscripción y el mantenimiento de saldos de valores, incluidos los servicios anejos de administración de los mismos. Las tarifas y sus modificaciones deberán ser comunicadas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, en el caso de las Entidades adheridas, estar a disposición del público.

2. Las Entidades encargadas del registro contable establecerán igualmente las tarifas de comisiones a percibir de las entidades emisoras o de sus clientes por los mencionados servicios. Dichas tarifas y sus modificaciones deberán también ser objeto de comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y estar a disposición del público.

3. No obstante lo dispuesto en el número 1 anterior, las primeras inscripciones de los valores se practicarán libres de gastos para sus suscriptores o titulares.

#### *Artículo 27. Responsabilidades*

1. La falta de práctica de las correspondientes inscripciones, las inexactitudes y retrasos en las mismas y, en general, la infracción de las reglas establecidas para la llevanza de los registros darán lugar a la responsabilidad de la Entidad encargada o adherida incumplidora o, en su caso, del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, frente a quienes resulten perjudicados. Excepcionalmente el caso de culpa exclusiva de éstos.

2. Sin perjuicio de las responsabilidades en que pueda incurrir el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores por la falta de la debida diligencia en el ejercicio de sus funciones de control y vigilancia del sistema, responderá en todo caso de los perjuicios que le sean directamente imputables.

3. El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores facilitará a los perjudicados la información de que disponga en relación con las actuaciones de las Entidades adheridas que hayan originado los posibles perjuicios.

4. Cuando el perjuicio consista en la privación de determinados valores y ello sea razonablemente posible la entidad responsable procederá a adquirir valores de las mismas características para su entrega al perjudicado.

5. Lo previsto en este artículo se entiende sin perjuicio de las demás responsabilidades, administrativas o de otro orden, que puedan concurrir.

#### *Artículo 28. Conservación de información*

Las Entidades encargadas de los registros contables o adheridas y el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores conservarán la información que permita reconstruir los asientos practicados a nombre de cada titular.

### CAPITULO II

#### REGISTRO CONTABLE DE VALORES ADMITIDOS A NEGOCIACION EN MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES

##### *Sección 1.ª Registro contable de valores admitidos a negociación en Bolsa*

#### *Artículo 29. Representación por medio de anotaciones en cuenta de valores negociados en Bolsa*

La representación de los valores por medio de anotaciones en cuenta, de acuerdo con lo previsto en este capítulo, será condición necesaria para su admisión a negociación en Bolsa.

#### *Artículo 30. Entidades encargadas del registro contable*

1. La llevanza del registro contable de los valores admitidos a negociación en Bolsa corresponderá al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, a cuyo cargo estará el Registro Central, y a las Entidades adheridas al mismo.

2. El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y las Entidades adheridas al mismo podrán también llevar con arreglo a lo previsto en el presente capítulo las cuentas correspondientes a valores respecto de los que esté solicitada o vaya a solicitarse dicha admisión. A tal efecto, la intención de solicitar la admisión deberá manifestarse en el folleto de emisión o de oferta pública de venta de los valores o en documento presentado a tal fin ante el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores. En el supuesto de que no se solicite dentro del plazo previsto o no se obtenga la admisión a negociación en Bolsa se procederá en la forma establecida en el artículo 34 de este Real Decreto.

3. Tal y como se prevé en el último número del párrafo 3.º del artículo 7 y en el párrafo 2.º del artículo 54 de la Ley del Mercado de Valores, lo establecido en el número anterior se entiende sin perjuicio de que por las Comunidades Autónomas con competencia en la materia pueda disponerse la creación por las Sociedades Rectoras de servicios propios de llevanza del registro contable de valores admitidos a negociación en una única Bolsa de Valores. Las referencias contenidas en el presente Real Decreto al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores se entenderán efectuadas, en tal caso, también a dichos servicios.

#### *Artículo 31. Sistema de registro*

1. En el Registro central a cargo del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores se llevará en todo

caso, para cada Entidad adherida y con referencia a cada categoría de valores fungibles entre sí:

a) Una cuenta que refleje el saldo del que sea titular en cada momento la propia Entidad adherida.

b) Otra cuenta que refleje el saldo global de los valores que la Entidad adherida tenga registrados en sus cuentas a nombre de terceros.

2. En los Registros contables a cargo de las Entidades adheridas se llevarán, con referencia a cada valor, las cuentas correspondientes a cada titular, que expresarán en todo momento el saldo de los que le pertenezcan.

3. En las cuentas a que se refieren los números anteriores se mantendrá el oportuno control de los valores afectados por situaciones especiales, siendo, en todo caso, objeto de desglose los valores sobre los que se constituyan derechos reales limitados u otra clase de gravámenes y aquellos respecto de los que se hayan expedido certificados.

4. Las inscripciones y cancelaciones en los registros contables a que se refieren los números anteriores se producirán en virtud de abono o adeudo en la cuenta respectiva.

5. La inscripción a nombre del titular que se produzca en los Registros contables de las Entidades adheridas o, siendo éstas las titulares, en los Registros a cargo del Servicio, será la que produzca los efectos previstos en los artículos 9, 10 y 11 de la Ley del Mercado de Valores y preceptos concordantes de este Real Decreto.

6. La llevanza de los registros a que se refiere este artículo y, en particular, los datos que deberán constar en cada inscripción, se ajustará a lo que señale el Reglamento de organización y funcionamiento del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores previsto en el artículo 73.1 de este Real Decreto.

#### *Artículo 32. Referencias de registro*

1. Para el adecuado control del sistema, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores llevará un fichero de las referencias de registro que amparen los saldos que mantengan las Entidades adheridas por cada valor. Cada una de éstas llevará también un fichero de las que correspondan a los valores inscritos en sus registros contables.

2. No podrá practicarse abono o adeudo alguno en las cuentas sin que esté expedida o dada de baja la referencia de registro correspondiente.

3. La composición y las reglas aplicables para la expedición de las referencias de registro se fijarán por el Servicio. Su composición permitirá la identificación individualizada de cada transacción.

#### *Artículo 33. Control de saldos del sistema*

1. Constituirá responsabilidad fundamental del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores llevar en todo momento un estricto control de los saldos de

las cuentas de valores del registro central correspondiente a cada Entidad adherida y de los de las cuentas de los registros contables de detalle a cargo de éstas, así como de la correspondencia de la suma de tales saldos con el número total de valores integrados en cada emisión o fungibles entre sí. Asimismo, el Servicio llevará en todo momento un control preciso de los valores prestados conforme a lo dispuesto en el artículo 57 de este Real Decreto o con arreglo al sistema de crédito para operaciones de contado que las Bolsas de Valores puedan tener establecido.

2. A tal efecto, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores establecerá los sistemas de comprobación que estime precisos. Su implantación o modificación será objeto de comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores con carácter previo a su aplicación. Las Entidades adheridas deberán cumplir estrictamente cuantos deberes de información o de otra naturaleza les correspondan de acuerdo con las especificaciones del sistema.

#### *Artículo 34. Exclusión de valores de la negociación*

1. Acordada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores la exclusión de valores de la negociación en Bolsa, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, en el plazo de tres meses desde que dicha exclusión le sea notificada, adoptará las medidas precisas para el traspaso de los valores a los registros de la Entidad designada por la emisora de acuerdo con lo previsto en el número 1 del artículo 45 del presente Real Decreto o, si la llevanza del registro contable ha de seguir correspondiéndole conforme a lo previsto en el artículo 66 del mismo, para que tal llevanza se ajuste a lo establecido en su Capítulo III del presente Título.

2. Las Entidades adheridas facilitarán al Servicio cuantos datos éste les requiera a los efectos de lo previsto en el número anterior, dando de baja en sus registros los valores en la fecha que el mismo determine.

#### *Artículo 35. Registro contable de valores extranjeros*

1. El sistema de registro previsto en el presente Capítulo se aplicará a los valores extranjeros admitidos a negociación en Bolsas de Valores españolas, sin que ello determine cambio en su sistema de representación y, por consiguiente, con independencia de que los mismos permanezcan incorporados a títulos o desmaterializados de acuerdo con la legislación de origen respectiva.

2. La suma de los saldos de las cuentas de dichos valores extranjeros en el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores deberá coincidir en todo momento con los que, afectos al mercado español, mantenga en depósito o registrados una entidad extranjera habilitada a este efecto. Sin perjuicio de los deberes del Servicio, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá imponer que una entidad financiera suficientemente solvente se haga responsable del mantenimiento de esa correspondencia, añadiendo esta función, en su caso, a las de relación con la entidad emisora que pueda desempeñar.

*Sección 2.<sup>a</sup> Práctica de las inscripciones referentes a valores cotizados en bolsa*

*Artículo 36. Primera inscripción en el Servicio de Entidades adheridas de valores representados por medio de anotaciones en cuenta*

1. La inscripción en favor de los suscriptores de valores representados por medio de anotaciones en cuenta respecto de los que se solicite o exista la intención de solicitar la admisión a negociación en bolsa se practicará por el Servicio y por las Entidades adheridas, una vez que aquél tenga a su disposición copia de la escritura a que se refiere el artículo 6 del presente Real Decreto, en virtud de relación suscrita por la entidad colocadora o, en su caso, directora o por la entidad emisora, que se presentará ante el Servicio. Con carácter previo a la práctica de los correspondientes asientos, deberá constar a las Entidades adheridas el consentimiento o la correspondiente orden de los suscriptores.

2. La inscripción de acuerdo con lo dispuesto en este Capítulo de valores representados por medio de anotaciones en cuenta no negociados en Bolsa respecto de los que se haya solicitado o exista la intención de solicitar la admisión a negociación se producirá en virtud del traspaso del registro contable por parte de la entidad encargada al Servicio. En los casos en que la admisión vaya precedida de una oferta pública de venta de los valores, el traspaso podrá referirse al momento inmediatamente anterior a la colocación, acreditándose ante el Servicio y ante las Entidades adheridas quiénes son los nuevos titulares en la forma prevista en el número anterior.

3. La inscripción de acuerdo con lo dispuesto en este capítulo de valores representados por medio de títulos no negociados en Bolsa respecto de los que se haya solicitado o exista la intención de solicitar la admisión a negociación que se transformen en anotaciones en cuenta se producirá en los términos previstos en el artículo 4 de este Real Decreto.

*Artículo 37. Inscripción de transmisiones derivadas de operaciones bursátiles*

1. En la fecha de liquidación de las operaciones sobre valores admitidos a negociación en Bolsa, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores abonará los valores y practicará el correlativo adeudo en las cuentas de las correspondientes Entidades adheridas.

2. Las Entidades adheridas, en la fecha de liquidación, abonarán los valores en las cuentas de los adquirentes. El mismo día, las Entidades adheridas que hayan puesto a disposición del Servicio los valores vendidos harán el correspondiente adeudo en las cuentas de los transmitentes. Lo propio harán, en virtud de la comunicación que al efecto les dirija el Servicio, las Entidades adheridas en cuyos registros estén inscritos los valores prestados conforme al artículo 57 de este Real Decreto.

*Artículo 38. Inscripción de otras transmisiones*

Las transmisiones de valores que deriven de operaciones liquidadas directamente entre las partes y las transmisiones contempladas en el artículo 37 de la Ley del Mercado de Valores darán lugar a las correspondientes inscripciones en los registros de la Entidad adherida conforme a lo previsto en el artículo 50 de este Real Decreto.

*Artículo 39. Derechos reales limitados u otros gravámenes*

1. La constitución o transmisión de derechos reales limitados u otros gravámenes sobre valores admitidos a negociación en Bolsa se acreditará ante la Entidad adherida, de acuerdo con las reglas previstas en los artículos 50 y 51 de este Real Decreto. Una vez acreditada, la Entidad adherida practicará la correspondiente inscripción y efectuará los desgloses contemplados en el número 3 del artículo 31 del presente Real Decreto.

2. Los valores afectados por desgloses de los previstos en este artículo no podrán ser objeto de negociación a través de los sistemas de contratación que las Bolsas tengan establecidos. La inscripción de las transmisiones que se refieran a ellos tendrá lugar conforme a lo previsto en el artículo anterior. Las Entidades adheridas no los pondrán a disposición del Servicio en el proceso de compensación y liquidación.

*Artículo 40. Amortización de valores*

1. En los supuestos de reducción de capital con amortización de acciones, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, una vez que le haya sido presentada copia de la escritura de reducción con la correspondiente nota de inscripción en el Registro Mercantil o certificación del asiento a ella relativo, dará de baja en las cuentas de las Entidades adheridas los valores afectados y dirigirá las pertinentes comunicaciones a éstas, que adeudarán los valores en las cuentas de sus clientes.

2. Tratándose de amortización por pago de valores representativos de partes de un empréstito y análogos, producido el pago a través de la Entidad adherida lo comunicará ésta al Servicio, que dará de baja los valores dirigiendo comunicación a dicha Entidad a los efectos previstos en el apartado anterior.

3. En los restantes supuestos de amortización será preciso acreditar ante el Servicio, en la forma prevista en el número 3 del artículo 52 de este Real Decreto, la extinción de los valores.

*Artículo 41. Transferencias entre Entidades adheridas*

1. La Entidad adherida en cuyos registros contables estén inscritos los valores ante la que su titular solicite que sean transferidos a los registros de otra dirigirá comunicación al Servicio expresiva de los valores y de la identidad de la destinataria antes de que concluya el día hábil siguiente al de presentación de la solicitud. Recibida tal comunicación, el Servicio procederá, en el mismo día, a practicar los correspondientes abono y adeudo, dirigiendo la oportuna comunicación a las Entidades ad-

heridas de origen y destinatarias con objeto de que por éstas se extiendan los correspondientes asientos.

2. El procedimiento contemplado en el número anterior será también aplicable cuando la transferencia se solicite a instancia del titular a través o por la propia Entidad adherida destinataria.

3. No podrá tener lugar la transferencia entre Entidades adheridas de valores sujetos a derechos reales limitados o gravámenes sin que lo solicite también el titular de los mismos o se acredite que concurre su consentimiento.

#### *Artículo 42. Derechos de suscripción preferente*

1. El día en que se inicie una ampliación de capital, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores procederá a abonar en las cuentas de las Entidades adheridas los derechos de suscripción preferente que correspondan a cada una de ellas, dirigiéndoles las pertinentes comunicaciones para que, a su vez, practiquen los abonos procedentes.

2. Con independencia del cuadro final, y para facilitar el mismo, el citado Servicio instrumentará un procedimiento dirigido a la comprobación, con referencia a la fecha que el mismo fije de una sesión bursátil anterior a las últimas que hayan de celebrarse dentro del período de suscripción, de la posición, compradora o vendedora, que mantendría cada Entidad adherida como consecuencia de la negociación de derechos de suscripción desarrollada hasta ese momento.

3. El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores establecerá un sistema de penalización de las Entidades adheridas que, al final del período de suscripción, no se hallen en disposición de entregar la totalidad de los derechos de suscripción que hayan sido vendidos por ellas o por quienes los tengan inscritos en sus registros.

#### *Sección 3.ª Registro contable de valores admitidos a negociación en otros mercados secundarios oficiales*

#### *Artículo 43. Mercado de la Deuda Pública en Anotaciones*

Lo previsto en el Real Decreto en materia de representación de valores por medio de anotaciones en cuenta será aplicable con carácter supletorio a la Deuda pública y demás valores que se negocien en el Mercado a que se refiere el Capítulo III del Título IV de la Ley del Mercado de Valores, que se registrarán por su normativa específica.

#### *Artículo 44. Otros mercados secundarios oficiales*

La llevanza de los registros contables correspondientes a futuros y opciones y a otros valores que se negocien en mercados secundarios oficiales distintos de las Bolsas de Valores y del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones se registrará por las disposiciones específicas aplicables a cada uno de ellos.

### CAPITULO III

#### REGISTRO CONTABLE DE VALORES NO ADMITIDOS A NEGOCIACION EN MERCADOS SECUNDARIOS OFICIALES

##### *Sección 1.ª Entidad encargada del registro contable*

#### *Artículo 45. Designación de la entidad encargada del registro contable*

1. La llevanza del registro contable de valores no admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales corresponderá a la entidad que designe la emisora, que habrá de ser una Sociedad o Agencia de Valores que tenga incluida en su declaración de actividades la prevista en la letra *g)* del artículo 71 de la Ley del Mercado de Valores.

2. Será requisito previo al comienzo de la llevanza del registro contable de cada emisión la inscripción de la designación en el registro previsto en la letra *a)* del artículo 92 de la Ley del Mercado de Valores.

#### *Artículo 46. Sustitución de la entidad encargada*

1. La entidad emisora de los valores podrá decidir transferir el registro contable de una emisión a una nueva entidad encargada que será designada conforme a lo previsto en el artículo anterior de este Real Decreto. La efectividad de la sustitución estará condicionada a la entrega a dicha entidad del registro contable por parte de la entidad encargada sustituida, entendiéndose producida tal entrega en el momento en que la nueva entidad encargada pueda asumir plenamente la llevanza y se comunique esta circunstancia a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para su incorporación al registro contemplado en el artículo 92 de la Ley del Mercado de Valores. Los gastos que origine este proceso de sustitución serán sufragados por la entidad emisora.

2. La entidad encargada del registro contable podrá renunciar a su función proponiendo a la entidad emisora la designación de una Sociedad o Agencia de Valores de las mencionadas en el artículo anterior dispuesta a asumirla. En todo caso, la designación por el emisor de la entidad sustituta, ya recaiga en la entidad propuesta o en otra, deberá hacerse dentro del mes siguiente a la renuncia. La efectividad de la sustitución quedará condicionada a la entrega del registro contable en los términos del artículo anterior. Los gastos que se originen serán en este caso de cargo de la entidad renunciante.

3. Las Sociedades y Agencias de Valores encargadas de registros contables no podrán modificar su declaración de actividades suprimiendo la actividad comprendida en la letra *g)* del artículo 71 de la Ley del Mercado de Valores sin que hayan sido sustituidas efectivamente en la llevanza de los mismos con arreglo a lo previsto en los números anteriores.

4. La concurrencia de cualquiera de las causas de disolución previstas en el artículo 260 de la Ley de Sociedades Anónimas determinará también la apertura del proceso de sustitución de la entidad encargada. La con-

currencia de cualquiera de dichas causas se comunicará por la entidad encargada a la entidad emisora siendo de aplicación lo previsto en los números anteriores.

5. Asimismo, se abrirá el proceso de sustitución de la entidad encargada en las condiciones establecidas en el número precedente cuando se le imponga la sanción de revocación de la autorización prevista en la letra *d*) del artículo 102 o la de suspensión o limitación del tipo o volumen de actividades con el alcance previsto en las letras *b*) del artículo 102 y *c*) del artículo 103, todos ellos de la Ley del Mercado de Valores, en la medida en que estas últimas sanciones impidan el desarrollo de la actividad prevista en la letra *g*) del artículo 71 de dicha Ley.

6. Sin perjuicio de las responsabilidades que procedan, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, cuando aprecie deficiencias sustanciales en la llevanza de los registros contables, podrá decidir, previa audiencia de la misma, la sustitución de la entidad encargada, a cuyo cargo correrán los gastos que se originen. La entidad emisora deberá designar una nueva entidad encargada dentro del mes siguiente al día en que le sea notificada tal decisión.

7. En los casos en que no se produzca la designación de la nueva entidad encargada dentro del plazo a que se refieren los artículos anteriores, se entenderá que lo ha sido el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores conforme a lo previsto en el artículo 66 de este Real Decreto, que procederá sin dilación a adoptar cuantas medidas sean precisas para comenzar a llevar efectivamente el registro contable. Lo mismo hará el Servicio cuando, por concurrir circunstancias excepcionales, la Comisión Nacional del Mercado de Valores decida que el mismo asuma de inmediato la llevanza de registros contables.

## *Sección 2.ª Llevanza del registro contable*

### *Artículo 47. Sistema de registro de valores no negociados en mercados secundarios oficiales*

1. El registro contable de valores integrados en una emisión reflejará en todo momento el saldo de los pertenecientes a cada titular, con los desgloses que sean procedentes. En todo caso, serán objeto de desglose aquellos que estén afectados por derechos reales limitados u otra clase de gravámenes y aquellos respecto de los que hayan sido expedidos certificados.

2. Los saldos a que se refiere el número anterior se expresarán por medio de un sistema informatizado de referencias numéricas que identificará al emisor, la emisión, el número de valores que cada uno de ellos comprenda y al titular. En caso de desglose, tales referencias numéricas identificarán también el concreto tipo de derecho real limitado o gravamen y su titular o, en su caso, cotitulares.

### *Artículo 48. Comprobación de saldos*

1. Las entidades encargadas del registro contable velarán por que en todo momento la suma de los saldos

a que se refiere el número anterior coincida con el número total de valores integrados en cada emisión.

2. A tal efecto establecerán sistemas internos de control y comprobación que comunicarán a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, con carácter previo a su aplicación. Dicha Comisión Nacional hará, en su caso, las observaciones que considere convenientes con el fin de garantizar la eficacia de tales sistemas, observaciones cuyo cumplimiento será obligatorio.

### *Artículo 49. Primera inscripción de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta*

1. La inscripción en favor de los suscriptores de valores representados por medio de anotaciones en cuenta se practicará, una vez que la entidad encargada del registro contable tenga a su disposición la escritura a que se refiere el artículo 6 del presente Real Decreto, y constándole el consentimiento o la existencia de las órdenes de aquéllos, en virtud de relación suscrita por la entidad emisora. En el caso de que la colocación de la emisión haya tenido lugar a través de una o varias entidades financieras, la relación mencionada podrá ser suscrita por ella o por la que haya actuado como directora.

2. La primera inscripción de valores representados por medio de anotaciones en cuenta resultante de la transformación de títulos se practicará de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 4 de este Real Decreto.

### *Artículo 50. Inscripción de las transmisiones*

1. Las inscripciones derivadas de la transmisión de valores se practicarán por las Entidades encargadas, en cuanto se presente documento público o documento expedido por una Sociedad o Agencia de Valores acreditativo del acto o contrato traslativo.

2. Lo previsto en el número anterior se entiende sin perjuicio de que la Entidad deba proceder también a inscribir en cuanto tenga constancia de que el titular inscrito y la persona a cuyo favor hayan de inscribirse los valores consienten la inscripción. Se exceptúa el caso de que tenga conocimiento de la inexistencia de causa bastante para producir la transmisión de la propiedad de los valores, supuesto en el que no practicará la inscripción.

3. Las Entidades deberán procurarse siempre la debida acreditación documental de la concurrencia de los consentimientos y se quedarán con copia de los documentos acreditativos de los actos, contratos y notificaciones mencionados en los números anteriores. En cuanto a la conservación de todos estos documentos se estará a lo previsto en el artículo 30 del Código de Comercio.

4. Cuando la transmisión se refiera a la propiedad de valores sujetos a derechos reales limitados o gravámenes, en cuanto se practique la inscripción la Entidad encargada deberá notificarla al usufructuario, acreedor pignoraticio o titular del gravamen.

5. En el supuesto de transmisión de una cuota indivisa de los valores se practicará su inscripción a favor

de los copropietarios resultantes, con baja de los mismos en la cuenta del transmitente o transmitentes.

**Artículo 51. Inscripción de derechos reales limitados u otros gravámenes**

1. Las inscripciones derivadas de la constitución o transmisión de derechos reales limitados u otros gravámenes sobre valores representados por medio de anotaciones en cuenta se practicarán de acuerdo con las reglas previstas en el artículo anterior.

2. La cancelación de derechos reales limitados requerirá la constancia del consentimiento de su titular o la acreditación del hecho determinante de su extinción y, en su caso, la restitución de los certificados expedidos.

**Artículo 52. Amortización de valores representados por medio de anotaciones en cuenta**

1. En los supuestos de reducción de capital con amortización de acciones, la entidad encargada del registro contable dará de baja los saldos correspondientes en virtud de la presentación de la escritura de reducción debidamente inscrita en el Registro Mercantil, que será depositada conforme a lo dispuesto en el artículo 9 del presente Real Decreto.

2. Tratándose de amortización por pago de valores representativos de partes de un empréstito y análogos, se cancelarán las inscripciones desde que se haya producido el pago a los titulares. Si la entidad encargada no tiene intervención directa en el pago, no se practicará tal cancelación sino desde que le conste el consentimiento del titular o disponga de documento acreditativo del pago expedido por una entidad financiera.

3. En los restantes supuestos de amortización será precisa la constancia del consentimiento del titular o documento fehaciente del que resulte la extinción de los valores.

**Artículo 53. Inscripción de transmisiones de valores negociados en mercados organizados**

Cuando así se haya previsto en la autorización a que se refiere el párrafo 3.º del artículo 77 de la Ley del Mercado de Valores, y con las garantías adicionales que ésta imponga, las entidades encargadas de la llevanza de los registros contables de valores no negociados en un mercado secundario oficial que a su vez gestionen un sistema de liquidación y compensación de las operaciones que se realicen en el correspondiente mercado organizado, practicarán la inscripción de las transmisiones derivadas de ellas en virtud de la mera comunicación que, bajo su responsabilidad, les dirijan las entidades financieras que sean miembros del mismo.

**Artículo 54. Valores inscritos en favor de miembros de mercados organizados por cuenta de terceros**

1. Las entidades financieras que ostenten la condición de miembro de un mercado organizado autorizado al amparo del artículo 77 de la Ley del Mercado de Va-

lores que tengan inscritos valores por cuenta de terceros lo manifestarán a la entidad encargada de la llevanza del registro contable, que hará constar en sus cuentas el saldo de los que se hallen en tal situación. Tales manifestaciones y constancia se producirán en los términos que se fijen en la citada autorización.

2. Las entidades financieras a que se refiere este artículo tendrán siempre a disposición de la entidad encargada del registro contable, así como de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, relación de los valores que tengan inscritos por cuenta de terceros, con indicación de la identidad de éstos.

## TITULO II

### LIQUIDACION Y COMPENSACION DE OPERACIONES BURSATILES

#### CAPÍTULO I

#### DISPOSICIONES GENERALES

**Artículo 55. Liquidación y compensación de operaciones bursátiles**

1. La liquidación de las operaciones bursátiles tendrá lugar, por compensación multilateral, a través del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, de los saldos acreedores y deudores de valores y efectivo que como consecuencia de ellas correspondan a cada una de las Entidades adheridas.

2. Tal y como se prevé en el párrafo 2.º del artículo 54 de la Ley del Mercado de Valores, lo establecido en el número anterior se entiende sin perjuicio de que por las Comunidades Autónomas con competencia en la materia pueda disponerse la creación por las Sociedades Rectoras de servicios propios de compensación y liquidación de operaciones sobre valores admitidos a negociación en una única Bolsa de Valores. En el caso de que se creen, su organización y funcionamiento respetará los principios contenidos en el presente Título.

**Artículo 56. Principios rectores del sistema**

1. El sistema de liquidación y compensación responderá a los principios de universalidad, entrega contra pago, objetivación de la fecha de liquidación, aseguramiento de la entrega y neutralidad financiera.

2. El sistema será único, admitiendo el menor número posible de especialidades en función de las diferentes categorías de valores. A través del mismo se liquidarán todas las operaciones bursátiles sin perjuicio de lo previsto en el número 2 del artículo anterior.

3. Las transferencias de valores y efectivo resultantes de la liquidación se practicarán u ordenarán por el Servicio de modo simultáneo.

4. La liquidación correspondiente a cada sesión de Bolsa tendrá lugar un número prefijado de días después. Antes del inicio de la siguiente sesión deberá producirse el cierre de la cuenta de contratación. El plazo que medie

entre las sesiones y la fecha de liquidación de las operaciones en ellas contratadas será siempre el mismo y lo más corto posible.

5. El Servicio dispondrá de los mecanismos que le permitan, sin incurrir en riesgos con sus miembros, asegurar la puesta a disposición de las Entidades adheridas acreedoras de los valores o efectivo en la fecha a que se refiere el número anterior, procediendo para ello, en su caso, a tomar a préstamo o a comprar los valores correspondientes.

6. El sistema de compensación y liquidación será neutral en términos financieros, realizándose, por orden del Servicio, los cargos y abonos en la cuenta de efectivo que cada Entidad adherida mantenga en el Banco de España con valor mismo día y de modo que quede disponible el saldo resultante con esa misma valoración en cualquiera de las oficinas de dicho Banco radicadas en plaza bursátil.

## CAPITULO II

### ASEGURAMIENTO DE LA ENTREGA DE LOS VALORES EN LA FECHA DE LIQUIDACION

#### *Artículo 57. Préstamo de valores*

1. Cuando la Entidad adherida incumpla su obligación de entrega por no poner los correspondientes valores en plazo a disposición del Servicio, procederá éste a tomarlos en préstamo para su entrega a la entidad acreedora en la fecha de liquidación.

2. El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores suscribirá con cada Entidad adherida un contrato normativo que regirá los contratos de préstamo a que se refiere el número anterior, con arreglo al modelo que apruebe la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Tal contrato se ajustará como mínimo a lo siguiente:

a) Podrán ser objeto de préstamo tanto valores propiedad de la Entidad adherida como valores de su clientela. En este último caso, deberá constar por escrito el consentimiento del titular de los valores, que habrá de suscribir a su vez el oportuno contrato con la Entidad adherida con arreglo al modelo que igualmente apruebe la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en el que se preverá, en especial, el régimen de compensación a dicho titular por razón de los derechos económicos que generen durante la cesión pactada los valores, que se ajustará a lo establecido en relación con el sistema de crédito en operaciones bursátiles de contado.

b) Sin perjuicio de su cancelación antes del vencimiento, la duración máxima de los préstamos será siempre la misma, sin posibilidad de prórroga.

c) La remuneración de los préstamos se calculará sobre el valor de mercado de los valores en el día en que se perfeccionen los correspondientes contratos.

d) El contrato determinará el sistema de designación de prestamistas por parte del Servicio.

3. El Servicio procederá a la devolución de los valores tomados a préstamos entregando los que reciba la

parte vendedora o, en su defecto, los que adquiera con esta exclusiva finalidad en el mercado.

4. La Entidad adherida que se retrase en la puesta a disposición del Servicio de los valores mantendrá ante el mismo, durante la demora, un depósito gratuito diariamente actualizado por una cantidad equivalente a la diferencia entre el valor de cotización del día anterior y el precio satisfecho por el comprador. El Servicio comprobará, antes del comienzo de cada sesión, el cumplimiento de esta obligación, procediendo, en caso de incumplimiento, a adquirir en el mismo día los valores para proceder a la inmediata devolución de los tomados a préstamo.

5. El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores determinará, con aprobación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, las reglas de preferencia a seguir para la determinación, cuando sean varias, de las operaciones a cuya liquidación se atenderá mediante los préstamos previstos en este artículo.

#### *Artículo 58. Recompra de valores en el mercado*

1. Cuando por falta de valores disponibles el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores no pueda tomarlos a préstamo, se procederá a la recompra de los necesarios en el mercado para su entrega a la parte compradora.

2. Las adquisiciones contempladas en este artículo y en los números 3 y 4 del anterior se efectuarán por el Servicio a través de un miembro del mercado y se financiarán con cargo a los fondos recibidos de la parte compradora y a los depositados por la parte vendedora. En todos estos casos el Servicio reclamará, en concepto de penalización, de la Entidad adherida correspondiente, el porcentaje del precio satisfecho que por el mismo se fije con carácter previo y general.

#### *Artículo 59. Control de demoras y penalizaciones*

1. El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores llevará un estricto control de las demoras en la entrega en que incurran las Entidades adheridas.

2. El Servicio *establecerá*, sin perjuicio de lo previsto en el número 4 del artículo 78 de este Real Decreto, un sistema de penalizaciones de cuantía progresiva en función del volumen y frecuencia de los retrasos.

## CAPITULO III

### LIQUIDACION DE EFECTIVOS

#### *Artículo 60. Liquidación de efectivos*

1. La liquidación de efectivos resultante de la contratación bursátil se producirá mediante abonos y adeudos en las cuentas de tesorería abiertas en el Banco de España por las propias Entidades adheridas o en las cuentas que mantengan en dicho Banco otras entidades designadas como domiciliarias.

2. Tales abonos y adeudos serán consecuencia de los saldos netos resultantes de la compensación que se

comuniquen por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores al Banco de España y deberán producirse, como máximo, dentro del día siguiente al de dicha comunicación.

3. El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores podrá arbitrar fórmulas que garanticen la efectividad inmediata de los pagos en caso de insuficiencia de fondos en las cuentas correspondientes, en cuyo caso las oportunas restituciones de fondos tendrán lugar con cargo a las fianzas contempladas en el capítulo siguiente.

#### CAPITULO IV

#### FIANZAS EN GARANTIA DEL MERCADO

##### *Artículo 61. Características, importes y dotación de las fianzas colectivas en los miembros de las Bolsas y demás Entidades adheridas*

1. Los miembros de cada Bolsa y las demás Entidades adheridas que participen en la liquidación constituirán una fianza colectiva con objeto de garantizar entre ellos el cumplimiento de las operaciones pendientes de liquidación. Esta fianza no responderá frente a clientes ni personas o entidades distintas de las Entidades citadas. Frente a éstas, la afección se limitará estrictamente a las obligaciones derivadas de las operaciones bursátiles en que participen o medien.

2. El importe global de la fianza correspondiente al conjunto de las entidades que participen en la liquidación de las operaciones bursátiles se determinará por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y no excederá del resultado de aplicar la fluctuación máxima diaria de las cotizaciones al promedio de las posiciones diarias pendientes de liquidar. La estimación anual se revisará y concretará trimestralmente en función de la evolución del volumen de la actividad bursátil del período, con el fin de asegurar, con carácter permanente, un suficiente nivel de garantía. El reparto de la cifra global así determinada entre las distintas entidades se realizará por la Comisión Nacional del Mercado de Valores en proporción al volumen de liquidación bursátil de cada una de ellas. La cuota de participación asignada a cada entidad será también objeto de revisión trimestral, atendiendo a los mismos criterios.

3. La materialización de dicha fianza deberá realizarse ante el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores:

- a) Mediante depósito en efectivo.
- b) Mediante prenda de valores de Deuda pública.
- c) Mediante aval prestado por una entidad de crédito ajena al grupo de la avalada y con solvencia suficiente a juicio del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.
- d) A través de un seguro de caución o de cualquier otra fórmula financiera que, a juicio del propio Servicio, suponga una garantía suficiente y líquida de cobertura de riesgos.

En todo caso, el pago con cargo a la garantía prestada deberá poderse hacer efectivo en el plazo máximo de las veinticuatro horas siguientes al momento en que sea requerido por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.

4. El otorgamiento y mantenimiento de la fianza en los términos previstos en este capítulo será indispensable para operar en la Bolsa correspondiente o a través del Sistema de Interconexión Bursátil, así como para participar en la liquidación.

##### *Artículo 62. Gestión de las fianzas*

El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores será el encargado de la gestión de la fianza colectiva, tanto a efectos de constitución o levantamiento de las aportaciones individuales de las Entidades adheridas como de la gestión patrimonial ordinaria a que diera lugar o, en su caso, de la disposición de los importes necesarios para hacer frente a las obligaciones garantizadas. En su contabilidad se incluirán, en epígrafes separados, los derechos y obligaciones relacionados con esta fianza.

##### *Artículo 63. Reglas ordinarias de funcionamiento*

1. La parte de la fianza colectiva que deba constituir y mantener cada Entidad adherida responderá, sin limitación alguna, del cumplimiento de las obligaciones contraídas por ella en la liquidación. Adicionalmente, aquélla deberá responder, en calidad de cofianza, del cumplimiento de las obligaciones de las restantes entidades en la cuantía y proporción que se indican en el número siguiente. A los efectos de este número, se entenderá que la obligación de liquidar sólo corresponde a las Entidades adheridas distintas de los miembros de las Bolsas que hayan participado o mediado en las correspondientes operaciones cuando las órdenes hayan sido cursadas a través de ellas o cuando hayan aceptado frente a un miembro la responsabilidad de la entrega.

2. Si una Entidad adherida dejara de atender en todo o en parte la liquidación, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores procederá de inmediato a ejecutar la parte de su fianza necesaria para cubrir la cuantía del descubierto. Si la fianza de la entidad que hubiera desatendido la liquidación resultara insuficiente, el Servicio procederá a aplicar para la satisfacción de dicho descubierto la parte de fianza de las demás a prorrata de su importe.

3. Cuando la fianza de alguna Entidad adherida, por las causas previstas en el apartado anterior o por cualquiera otra, descendiera del nivel mínimo fijado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores para el trimestre en curso, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores requerirá a la afectada para que reponga su fianza en el plazo máximo de dos días hábiles. Si transcurrido este plazo la fianza no hubiera sido repuesta, el Servicio podrá acordar la suspensión provisional de la entidad morosa en su condición de Entidad adherida y le concederá un nuevo plazo de siete días para que la reponga, dando cuenta de ello a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Expirado este último,

la Comisión Nacional del Mercado de Valores iniciará expediente sancionador de conformidad con lo previsto en el Título VIII, Capítulo II, de la Ley del Mercado de Valores. Si la Entidad adherida ostenta la condición de miembro de alguna Bolsa, la Sociedad Rectora la suspenderá en esta condición en tanto se mantenga la suspensión acordada por el Servicio, salvo que garantice a satisfacción de éste que sus operaciones serán adecuadamente liquidadas a través de otra u otras Entidades adheridas.

#### *Artículo 64. Reglas especiales de funcionamiento*

1. Si una o varias Entidades adheridas alcanzaran un riesgo por operaciones pendientes de liquidar notablemente superior a la cobertura de su fianza, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores deberá requerirles para que en el plazo de dos días hábiles complementen su fianza. Si la entidad requerida no lo hiciese, el Servicio procederá a acordar su suspensión provisional en la condición de Entidad adherida, dando inmediatamente cuenta de ello a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, actuándose en lo demás en la forma prevista en el número 3 del artículo anterior.

2. En todos los casos en que, como consecuencia de lo dispuesto en el presente artículo o en el anterior, se aplique parte de la fianza de las Entidades adheridas para cubrir la insuficiencia de la de otro, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores estará legitimado para el ejercicio de la acción de regreso correspondiente. Los resultados económicos de la acción se harán llegar a las Entidades en proporción a la parte dispuesta de cada una de ellas.

### TITULO III

#### SERVICIO DE COMPENSACION Y LIQUIDACION DE VALORES Y ENTIDADES ADHERIDAS

#### CAPITULO I

#### SERVICIO DE COMPENSACION Y LIQUIDACION DE VALORES

#### *Artículo 65. Caracterización general*

1. Se constituirá una sociedad anónima que, con la denominación de Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, desarrollará las funciones que le atribuyen la Ley 24/1988, de 28 de julio, y este Real Decreto.

2. Dicho Servicio no podrá realizar ninguna actividad de intermediación financiera ni las actividades enumeradas en el artículo 71 de la Ley 24/1988, salvo las citadas en su letra g) y se abstendrá de asumir riesgos con los participantes en la compensación y liquidación.

#### *Artículo 66. Funciones generales*

1. La compensación de valores y efectivo derivada de la negociación en las Bolsas de Valores sólo podrá ser gestionada por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, sin perjuicio de lo previsto en el párrafo 2.º del artículo 54 de la Ley del Mercado de Valores.

2. El Servicio llevará, en los términos establecidos en el Capítulo II del Título I de este Real Decreto, el registro contable correspondiente a los valores representados mediante anotaciones en cuenta admitidos a negociación en las Bolsas de Valores, así como el de aquellos respecto a los que esté solicitada o vaya a solicitarse la admisión.

3. También podrá llevar el registro contable a otros valores no admitidos a negociación en Bolsa, con arreglo en este caso a lo previsto en el Capítulo III del Título I del presente Real Decreto. A estos solos efectos se entenderá que el Servicio ostenta la condición de Agencia de Valores, en cuya declaración de actividades figura la comprendida en la letra g) del artículo 71 de la Ley del Mercado de Valores. Igualmente podrá participar en el capital de entidades dedicadas a la actividad de compensación y liquidación o de llevanza del registro contable de los valores mencionados.

#### *Artículo 67. Estatutos sociales*

1. Con carácter previo a su constitución, el proyecto de Estatuto de la Sociedad Anónima Servicio de Compensación y Liquidación de Valores se someterá a la aprobación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

2. Las modificaciones de los Estatutos del Servicio se sujetarán al procedimiento establecido en el número anterior.

3. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá condicionar la aprobación de los estatutos sociales y de sus modificaciones a la introducción de las alteraciones que sean necesarias para garantizar:

a) El cumplimiento de lo dispuesto en la Ley del Mercado de Valores y de las disposiciones que la desarrollen y, en particular, de lo establecido en este Real Decreto.

b) La contemplación explícita de aquellos extremos que se consideren de interés para garantizar el adecuado desarrollo de su objeto social y la inexistencia de normas ambiguas o insuficientemente desarrolladas.

c) En general, el respeto, en el ámbito de las funciones generales atribuidas al Servicio por este Real Decreto, de los principios inspiradores de la Ley del Mercado de Valores.

4. Los Estatutos sociales del Servicio deberán inspirarse en los fines del mercado y en el interés común de los socios y deberán especificar:

a) Los acuerdos de sus órganos colegiados que, precisarán para su adopción mayorías cualificadas.

b) Las eventuales limitaciones de la titularidad o ejercicio de los derechos sociales, especialmente los de voto, que, de acuerdo con la legislación mercantil aplicable, se establezcan, en evitación de excesivas concentraciones del poder social.

#### *Artículo 68. Consejo de Administración y Director General*

1. El Servicio deberá contar con un Consejo de Administración compuesto por no menos de cinco perso-

nas y con un Director General, cuyas respectivas funciones serán delimitadas por los Estatutos sociales.

2. El nombramiento de los miembros del Consejo de Administración y del Director General deberán ser aprobados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

3. A las reuniones del Consejo de Administración podrá asistir, con voz pero sin voto, un delegado nombrado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Dicho delegado podrá solicitar del Presidente del Consejo de Administración la convocatoria de éste y la inclusión de puntos en el orden del día de sus reuniones.

#### *Artículo 69. Capital social*

1. Las acciones del Servicio serán nominativas y deberán estar íntegramente desembolsadas desde su fundación.

2. Serán accionistas del Servicio las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores y las Entidades adheridas, con dos salvedades en cuanto a estas últimas:

a) Las Entidades adheridas que ostenten la condición de miembro de alguna Bolsa de Valores y que no formen parte de un grupo al que pertenezcan también Entidades adheridas no miembros podrán optar por participar en el capital del Servicio tan sólo indirectamente, a través de su participación en el capital de las correspondientes Sociedades Rectoras.

b) En ningún caso podrá participar directamente en el capital del Servicio más de una Entidad adherida en el supuesto de grupos económicos de los que formen parte varias de ellas.

3. La participación de las Sociedades Rectoras representará un 40 por 100 del capital del Servicio, distribuyéndose entre ellas en los términos que acuerden, que deberán tomar en consideración el volumen de contratación respectivo; en defecto de acuerdo, se estará a lo que determine la Comisión Nacional del Mercado de Valores. No obstante, dicho 40 por 100 se verá minorado con la deducción del porcentaje que represente el conjunto de las participaciones directas de las Entidades a que se refiere la letra a) del número anterior. El porcentaje que se asignará a éstas vendrá determinado por la proporción que represente el volumen de las operaciones liquidadas con su participación en relación con el volumen total liquidado durante el ejercicio inmediatamente anterior a la fecha en que haya de tener lugar la asignación.

4. El 60 por 100 restante del capital se distribuirá, con la limitación establecida en la letra b) del número 2 anterior, entre las Entidades adheridas distintas de las comprendidas en su letra a). Dicha distribución se producirá en proporción al volumen global de las operaciones liquidadas con la participación del conjunto de Entidades adheridas integradas en el grupo respectivo durante el ejercicio inmediatamente anterior a la fecha en que haya de tener lugar la distribución.

#### *Artículo 70. Modificaciones en el capital social*

1. Dentro de los dos meses siguientes a la aprobación de sus cuentas anuales, el Servicio procederá a adaptar las participaciones en su capital de cada uno de sus accionistas, con el fin de hacer efectiva la incorporación de nuevas entidades, las salidas que procedan y las alteraciones derivadas de la variación en la participación relativa de las entidades o sus grupos en el volumen total liquidado durante el ejercicio anterior. El resultado de este proceso de adaptación será comunicado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

2. Con objeto de posibilitar las adaptaciones precedentes, se procederá por el Servicio a aumentar o reducir su capital en la medida necesaria, salvo que se opte por hacerla efectiva mediante la compra o venta por él o por sus accionistas de las correspondientes acciones. Para los aumentos o reducciones de capital a que se refiere este artículo será suficiente el acuerdo del Consejo de Administración, no siendo de aplicación lo dispuesto en los artículos 158 y 166 de la Ley de Sociedades Anónimas. En el caso de reducción de capital, los accionistas a los que sean restituidas sus aportaciones responderán, hasta el importe de las mismas y durante los tres años siguientes, de las deudas contraídas por el Servicio con anterioridad a la reducción.

3. En los casos contemplados en el número anterior, el precio de las acciones será el valor teórico que resulte del último balance aprobado.

4. Los aumentos y reducciones de capital que no guarden relación con el proceso de adaptación de participaciones contemplado en este artículo estarán sujetos al régimen general establecido en la Ley de Sociedades Anónimas, con la salvedad de que las acciones que se emitan podrán ser suscritas únicamente por los accionistas y en la misma proporción que éstos ostentaren en el momento de adoptarse los correspondientes acuerdos.

#### *Artículo 71. Régimen económico*

1. El capital social del Servicio será el necesario para asegurar la consecución de su objeto social. Los recursos ajenos no superarán en ningún momento el valor contable de los recursos propios. Hasta que el valor contable del patrimonio del Servicio alcance un importe equivalente al doble de la cifra de capital social no podrá repartir dividendos.

2. El Servicio elaborará un presupuesto estimativo que deberá ser sometido a la aprobación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores con anterioridad al día 1 de diciembre de cada año.

3. El Servicio actuará bajo principios de rentabilización de sus recursos propios y cobertura por sus usuarios del coste de los servicios prestados. Para ello, el Servicio podrá exigir retribución por los bienes o servicios que preste, incluido el abono de cantidades para la llevanza del registro contable de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta así como por la gestión de la compensación de valores y efectivo.

4. El presupuesto del Servicio deberá cubrir con sus ingresos ordinarios la totalidad de los gastos. Si excepcionalmente ello no fuera posible, el Servicio podrá exigir de las Entidades adheridas los ingresos extraordinarios que permitan asegurar aquel equilibrio de acuerdo con los criterios de imputación establecidos en los Estatutos. Dicho presupuesto expresará detalladamente los precios y comisiones que se vayan a aplicar para la obtención de los ingresos previstos. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá imponer su modificación cuando tales precios o comisiones resulten contrarios al principio de equilibrio financiero enunciado en este artículo, cuando de su aplicación se deriven consecuencias perturbadoras para el desarrollo de la liquidación y compensación o cuando introduzcan discriminaciones injustificadas entre los usuarios.

5. El Servicio deberá someter sus cuentas anuales a aprobación, previa auditoría de las mismas en los términos que establece el artículo 86 de la Ley del Mercado de Valores. El informe de auditoría deberá ser remitido a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para su examen, que podrá realizar las recomendaciones que estime pertinentes sin perjuicio de las demás facultades que les corresponden de acuerdo con la legislación vigente.

6. En el caso de que la Cuenta de Resultados al cierre del ejercicio tuviera pérdidas como consecuencia de circunstancias sobrevenidas, se estará a lo previsto en la Ley de Sociedades Anónimas para restablecer el equilibrio entre capital y patrimonio.

#### *Artículo 72. Funciones de supervisión*

1. Sin perjuicio de las facultades de supervisión, inspección y sanción que corresponden a la Comisión Nacional del Mercado de Valores o, en su caso, a la Comunidad Autónoma correspondiente, de acuerdo con el título VIII de la Ley del Mercado de Valores, el Servicio deberá velar por la adecuada llevanza de los registros contables por parte de las Entidades adheridas y por la corrección y eficiencia de los procesos de compensación y liquidación de las operaciones bursátiles.

2. En cumplimiento de la función atribuida en el número anterior, el Servicio deberá:

a) Poner en inmediato conocimiento de la Comisión Nacional del Mercado de Valores o, en su caso, de la Comunidad Autónoma correspondiente, los hechos y actuaciones de que tenga conocimiento en el ejercicio de las funciones que le son propias y que puedan entrañar infracción de normas de obligado cumplimiento o desviación de los principios inspiradores de la regulación de los reguladores del Mercado de Valores.

b) Requerir de las Entidades adheridas cuanta información considere necesaria para el ejercicio de sus funciones supervisoras e inspeccionar directamente, en los locales de las propias Entidades y con su consentimiento, las actividades de éstas. A falta de dicho consentimiento, el Servicio dirigirá comunicación a la Comisión

Nacional del Mercado de Valores exponiendo las particularidades del caso.

c) Prestar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, en su caso, a la correspondiente Comunidad Autónoma, cuanta asistencia soliciten en sus funciones de supervisión, inspección y sanción.

3. El Servicio prestará, asimismo, cuanta colaboración le sea solicitada por las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores en el ejercicio de sus funciones y, en particular, en el de funciones de recepción y difusión de información establecidas en el artículo 14 del Real Decreto 726/1989.

#### *Artículo 73. Funciones de dirección y administración*

1. Las entidades adheridas y las entidades implicadas en la compensación y liquidación de valores estarán obligadas a cumplir cuantas decisiones adopte el Servicio en el marco de las funciones que le atribuyen la Ley del Mercado de Valores y el presente Real Decreto y, en particular, el Reglamento de organización y funcionamiento que deberá aprobar.

2. Cuando las decisiones a que se refiere el número anterior puedan afectar a la ordenación de los procesos de compensación y liquidación o del sistema de llevanza y control de los registros contables, el Servicio deberá comunicarlas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores o, en su caso, a la Comunidad Autónoma correspondiente en el plazo máximo de las veinticuatro horas siguientes a su adopción y publicarlas en los *Boletines de Cotización* de las Bolsas de Valores. Dichas entidades públicas podrán suspender su aplicación o dejarlas sin efecto cuando estime que dichas decisiones infringen la legislación vigente o perjudican el adecuado desarrollo de la compensación y liquidación de acuerdo con los principios que, conforme al presente Real Decreto, deben inspirarlas.

#### *Artículo 74. Funciones consultivas*

El Servicio asesorará a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, en su caso, a la correspondiente Comunidad Autónoma, a solicitud de éstas o mediante elevación de mociones, en todas las materias relacionadas con la compensación y liquidación de valores y con la llevanza de los registros contables.

#### *Artículo 75. Reclamaciones*

1. El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores examinará y dará adecuada contestación a cuantas reclamaciones formule el público en relación con sus propias actividades registrales o de compensación y liquidación o con las de las Entidades adheridas.

2. Sin perjuicio de la adopción de las medidas precisas para corregir las irregularidades que la reclamación pudiera poner de manifiesto, en la contestación el Servicio se pronunciará sobre su contenido, asesorando al reclamante, en su caso, sobre sus derechos y los cauces legales existentes para su ejercicio.

## CAPITULO II

### ENTIDADES ADHERIDAS AL SERVICIO DE COMPENSACION Y LIQUIDACION DE VALORES

#### Artículo 76. Concepto y clases

1. Ostentarán la condición de Entidades adheridas al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores las Sociedades y Agencias de Valores y Bolsa que sean miembros de una o varias Bolsas de Valores y las demás entidades de entre las mencionadas en el número siguiente que adquieran dicha condición con arreglo a lo previsto en el artículo 78 de este Real Decreto.

2. Podrán adquirir la condición de Entidad adherida:

a) Los Bancos y Cajas de Ahorro, incluidas la Confederación Española de Cajas de Ahorro y la Caja Postal de Ahorros, las Entidades oficiales de crédito, el Banco de España y la Caja General de Depósitos.

b) Las Sociedades y las Agencias de Valores que no ostenten la condición de miembros de alguna Bolsa de Valores.

c) Las Entidades extranjeras que desarrollen actividades análogas a las del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores.

#### Artículo 77. Requisitos

Para que las entidades señaladas en el número 2 del artículo precedente puedan acceder a la condición de Entidad adherida deberán contar con los sistemas de control y medios técnicos adecuados para atender las funciones que se les atribuyen, sobre lo que emitirá informe al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores. El Ministerio de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrán determinar requisitos específicamente exigibles al efecto.

#### Artículo 78. Procedimiento

1. Las entidades señaladas en el artículo anterior deberán manifestar su intención de acceder a la condición de Entidad adherida ante el Servicio, que, en el plazo de dos meses remitirá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores el informe previsto en el artículo anterior.

2. La adquisición de la condición de Entidad adherida se producirá en el momento en que recaiga la aprobación de la Comisión. Su mantenimiento, no obstante, quedará condicionado, en los casos en que proceda, a la toma de la correspondiente participación en el capital del Servicio con ocasión del inmediato proceso de adaptación de los previstos en el artículo 70.1 de este Real Decreto que haya de tener lugar.

#### Artículo 79. Pérdida y suspensión de la condición de Entidad adherida

1. La condición de Entidad adherida se pierde:

a) Por renuncia.

b) Por no adquirir o suscribir oportunamente las co-

rrespondientes acciones con ocasión de los procesos de adaptación previstos en el artículo 70 de este Real Decreto, en cuyo caso la pérdida se referirá a todas las Entidades adheridas del grupo afectado.

c) Por la pérdida de la condición de Sociedad o Agencia de Valores o de Entidad de las señaladas en el artículo 76, letra a), de la Ley del Mercado de Valores.

d) Por la falta de adaptación a las exigencias técnicas que impongan las modificaciones o mejoras que se introduzcan por el Servicio o por disposiciones legales en los sistemas de llevanza de los registros contables y de compensación y liquidación.

2. La pérdida de condición de Entidad adherida será eficaz desde el día en que se produzca cualquiera de las circunstancias señaladas en las letras a) y c) del número anterior, desde el día en el que se adopte el correspondiente acuerdo social en el caso de su letra b) o desde que se acuerde dicha pérdida por la Comisión Nacional del Mercado de Valores a propuesta del Servicio en el supuesto previsto en su letra d). No obstante, el Servicio podrá diferir la devolución de las aportaciones correspondientes hasta que deba tener lugar el siguiente proceso de adaptación de las participaciones en su capital.

3. A propuesta del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá acordar la suspensión de la condición de Entidad adherida de aquellas entidades que se encuentren en mora en el pago de cualesquiera deudas que hubieran contraído con el Servicio.

4. Asimismo, cuando las Entidades adheridas no alcancen los volúmenes mínimos de compensación y liquidación que establezca el Ministerio de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, ésta, a propuesta del Servicio, podrá acordar la pérdida de su condición de tales. También a propuesta del Servicio, en el caso de incumplimiento reiterado de sus deberes en el proceso de liquidación, incluidas las demoras, la Comisión podrá acordar la suspensión o pérdida de la condición de Entidad adherida de las entidades incumplidoras.

5. A partir del momento en que se produzca la suspensión o pérdida de la condición de Entidad adherida no podrán desarrollarse las actividades propias de dicha condición, sin perjuicio de la finalización de las operaciones en curso y de la realización de las actividades registrales de las que derive una reducción del volumen de valores registrados en la entidad. En los casos de suspensión, la entidad que sea accionista del Servicio conservará los derechos y obligaciones que le correspondan como socio de una Sociedad Anónima, si bien no podrá participar en la adopción de decisiones que puedan afectar a la organización o al funcionamiento de los procesos de compensación y liquidación.

6. Tanto la pérdida como la suspensión de la condición de Entidad adherida deberán ser objeto de publicación en el *Boletín de Cotización* al que se refiere el artículo 14 del Real Decreto 726/1989.

## DISPOSICION ADICIONAL

### *Plazos de liquidación y de duración de los préstamos*

La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá establecer un plazo máximo tanto a los efectos de lo previsto en el número 4 del artículo 56 como de lo que dispone la letra b) del número 2 del artículo 57 de este Real Decreto.

## DISPOSICION TRANSITORIA PRIMERA

### *Transformación en anotaciones en cuenta de títulos fungibles*

1. Será requisito previo de la transformación en valores representados por medio de anotaciones en cuenta de títulos incluidos en el sistema de fungibilidad creado por Decreto 1128/1974, de 25 de abril, el que se haya procedido, con referencia a cada valor, al arqueo y cuadro de los ficheros de referencias técnicas y de numeraciones de títulos depositados existentes en las Bolsas de Valores y en las Entidades depositarias, así como la constancia documental de la conformidad de éstas con dicho cuadro.

2. A partir del momento en que se haya procedido al cuadro a que se refiere el número anterior podrá dejar de tener lugar la cancelación de saldos de títulos a que se refiere el artículo 6.5 del Decreto 1128/1974.

3. Las Entidades adheridas al sistema y los miembros de la Bolsa prestarán cuanta colaboración les sea requerida por las Sociedades Rectoras en el desarrollo de la actividad de comprobación a que se refiere el número 1 de esta disposición adicional.

4. La transformación tendrá lugar en la fecha que para cada valor determine el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, que cursará a las Entidades adheridas las instrucciones con arreglo a las cuales se hará efectiva. Dicha fecha será objeto de comunicación a las entidades emisoras y de publicación en el *Boletín Oficial del Registro Mercantil*, en los *Boletines de Cotización* y en un diario al menos de circulación nacional. La última de estas publicaciones deberá tener lugar con tres meses de antelación a la fecha de la transformación.

5. Antes de que transcurra un año desde la transformación se otorgará la escritura pública, en su caso de modificación de estatutos, en que se haga constar el cambio en la modalidad de representación y los restantes requisitos a que se refiere el artículo 6 de este Real Decreto.

6. Una vez otorgada la escritura pública a que se refiere el número anterior, las Entidades adheridas podrán proceder a la destrucción de los títulos, extendiendo el correspondiente documento en el que se haga constar que firmará también un representante del emisor. En todo caso, en los títulos que no se destruyan deberá hacerse figurar visiblemente que han quedado anulados.

7. Los títulos no incluidos en el Sistema del Decreto 1128/1974 de la misma emisión que otros comprendidos en el mismo deberán ser incluidos en dicho Sistema antes de la fecha de transformación, para lo cual deberá presentarse la oportuna solicitud con quince días al menos de antelación. De no producirse la inclusión antes de la expresada fecha, los títulos correspondientes quedarán anulados, siendo de aplicación lo previsto en los números 4 y 5 del artículo 4 del presente Real Decreto.

## DISPOSICION TRANSITORIA SEGUNDA

### *Transformación en anotaciones en cuenta de otros títulos al portador negociados en Bolsa*

1. Los títulos al portador admitidos a negociación en Bolsa no incluidos en el sistema previsto en el Decreto 1128/1974 y pertenecientes a emisiones no comprendidas en el mismo se transformarán en valores representados por medio de anotaciones en cuenta a medida en que vayan siendo presentados ante cualquiera de las Entidades adheridas, ya con tal objeto, ya con la finalidad de cumplir la obligación de entrega derivada de operaciones bursátiles, ya por cualquier otra causa. Tal presentación deberá tener lugar en el plazo de seis meses desde la fecha que se determine por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, que será comunicada a las entidades emisoras y publicada en el *Boletín Oficial del Registro Mercantil* con la debida antelación.

2. Presentados los títulos, cada Entidad adherida dirigirá comunicación al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, que expedirá las oportunas referencias de registro y abonará los correspondientes valores en las cuentas de aquélla. Comunicadas por el Servicio a las Entidades adheridas las referencias de registro asignadas, éstas practicarán las pertinentes inscripciones en las cuentas de sus clientes.

3. No obstante lo previsto en los números anteriores, la transformación en anotaciones en cuenta de los títulos que se hallen depositados ante las propias Entidades adheridas tendrá lugar en la fecha señalada por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores de acuerdo con lo previsto en el número 1 de esta disposición transitoria, en la que se dirigirán al Servicio las comunicaciones correspondientes, procediendo éste en la forma establecida en su número 2.

4. Extinguido el plazo a que se refiere el número primero de esta disposición transitoria la entidad emisora otorgará, en el plazo de un año, la correspondiente escritura pública, en su caso de modificación de estatutos, en la que se hagan constar el cambio en la modalidad de representación de los valores y los restantes requisitos que se establecen en el artículo 6 de este Real Decreto.

5. Transcurrido el plazo de seis meses previsto en el número 1 de esta disposición transitoria será de aplicación lo dispuesto en los números 4 y 5 del artículo 4 de este Real Decreto.

#### DISPOSICION TRANSITORIA TERCERA

##### *Transformación en anotaciones en cuenta de otros títulos nominativos*

1. Los títulos nominativos admitidos a negociación en Bolsa no incluidos en el sistema previsto en el Decreto 1128/1974 se transformarán en valores representados por medio de anotaciones en cuenta en base a la información contenida en los libros-registro de las entidades emisoras y con referencia a la fecha que se determine por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, que será objeto de comunicación a dichas entidades y de publicación en el *Boletín Oficial del Estado* y en los *Boletines de Cotización* con al menos tres meses de antelación.

2. El Servicio expedirá las oportunas referencias de registro y las comunicará, con indicación de los saldos pertenecientes a cada titular, a las Entidades adheridas depositarias de los títulos o extractos de inscripción, procediendo aquél y éstas a abrir en dicha fecha las cuentas correspondientes y efectuando en ellas los pertinentes abonos.

3. Producida la transformación y otorgada en el plazo de un año la escritura a que se refiere el artículo 6, será aplicable lo previsto en los números 4 y 5 del artículo 4 de este Real Decreto.

#### DISPOSICION TRANSITORIA CUARTA

##### *Transformación de títulos sujetos a derechos reales o gravámenes*

Cuando los títulos que se transformen estén sujetos a derechos reales limitados o gravámenes deberán inscribirse éstos en las cuentas correspondientes. Salvo que constara ya su existencia a la Entidad adherida, tales inscripciones se practicarán conforme a lo previsto en el artículo 39 de este Real Decreto.

#### DISPOSICION TRANSITORIA QUINTA

##### *Constitución del Servicio*

1. La constitución del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores podrá tener lugar por simple transformación de la sociedad promotora que, con la

participación de las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores y de otras entidades interesadas en la compensación y liquidación, pueda haberse constituido. Para ello será preciso que en el momento en que tal transformación se produzca la distribución del capital se ajuste a los criterios establecidos en el artículo 69 de este Real Decreto.

2. Las entidades que, a la entrada en vigor del presente Real Decreto, ostenten la condición de miembro de una o varias Bolsas de Valores o de Entidad adherida al sistema regulado en el Decreto 1128/74, adquirirán provisionalmente la de Entidad adherida al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, condición que consolidarán si en el plazo de seis meses, contado desde la constitución de éste ha recaído la aprobación contemplada en el artículo 78 de este Real Decreto.

#### DISPOSICION FINAL

1. El Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación, la Comisión Nacional del Mercado de Valores dictarán las disposiciones precisas para la ejecución y desarrollo de lo previsto en el presente Real Decreto, sin perjuicio de las habilitaciones específicas en él contenidas y de las facultades de ordenación que corresponden al Servicio de Compensación y Liquidación de Valores de acuerdo con lo en él previsto.

2. Quedan derogados el Decreto 1128/1974, de 25 de abril, sobre el Sistema de Liquidación y Compensación de operaciones en Bolsa y Depósito de valores mobiliarios; la Orden de 20 de mayo de 1974, que lo desarrolló, y los artículos 23 a 26 del Real Decreto 726/1989, sobre Sociedades Rectoras y miembros de las Bolsas de Valores, Sociedad de Bolsas y Fianza Colectiva, así como cualesquiera disposiciones de igual o inferior rango que se opongan a lo previsto en el presente Real Decreto, cuya entrada en vigor tendrá lugar en los términos previstos en el Código Civil. No obstante, y durante el período que medie hasta la completa transformación de los títulos cotizados en valores representados por medio de anotaciones en cuenta, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores podrá seguir utilizando y aplicando los procedimientos operativos derivados de las citadas disposiciones, adaptándolos a los sistemas, calendarios y métodos que se introduzcan al servicio de dicha transformación.



---

## **OPINIONES**

A large, empty rectangular box with a thin black border, occupying most of the page below the title. It is intended for the user to write their opinions.



# HACIA LA GRAN AGILIZACION DE LA BOLSA

Ana I. PEREDA

Jefe de la Sección de Finanzas de *Expansión*

La instauración del nuevo sistema de compensación y liquidación comportará, sin duda, una agilización para la Bolsa española en un entorno de adecuación y modernización respecto a otros mercados europeos, aunque aún está por comprobar su funcionamiento en la práctica. Para ello, se establecerá un marco concreto para que exista un único centro de liquidación y compensación, además de la conversión de los títulos en anotaciones en cuenta —con lo que se eliminan dificultades en la liquidación— y el principio de entrega contra pago. Adicionalmente, la desaparición de incertidumbres sobre el período de liquidación, que representará hasta cinco días frente a los siete de ahora —el objetivo es que en el futuro se reduzcan a tres—, es muy valorada por el mercado.

## ENTORNO EUROPEO

El sistema de liquidación y compensación español será homologable al que disfrutaban otros países europeos, según indica **Aníbal Sánchez Andrés**, Consejero de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), al establecerse la liquidación en plazos previamente marcados, la neutralidad financiera del aparato liquidador y, especialmente, la simultaneidad de las entregas de los valores contra el pago de su precio. La urgencia de su puesta en funcionamiento está forzada por la creciente competencia que existe en los mercados internacionales, indica **Agustín Garmendia**, Consejero de Norbolsa.

Según **Manuel Pizarro**, Presidente de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid, la década de los noventa está confirmando la tendencia de interrelación entre las bolsas, y la globalización de los mercados genera estrategias de inversión que se extienden por todo el mundo. El nuevo sistema se acerca a los implantados en Alemania, Suiza, Ho-

landa y Dinamarca, que funcionan ya en un esquema de liquidación diaria en un período máximo de cinco días y garantizan la entrega contra pago.

Entre las ventajas, **Pizarro** destaca el sistema de fianzas para garantizar las obligaciones dinerarias que implica la liquidación bursátil, similar al actual, pero que, además de incluir a sociedades y agencias miembros del mercado, también engloba a bancos y cajas de ahorros. Crecen los medios de aseguramiento de la entrega de los valores por parte del vendedor en la fecha de liquidación, y así se completa el actual mecanismo de recompra de los títulos en el mercado con un procedimiento de préstamo de valores.

**José Serna**, Presidente de la Rectora de la Bolsa de Barcelona, indica que el nuevo marco permite la desmaterialización de los títulos físicos y, por tanto, una reducción significativa de los costes de las entidades depositarias.

El riesgo de contrapartida, aunque no queda eliminado, será muy limitado, al adoptarse el importante principio de entrega contra pago. En opinión de **Garmendia**, el inversor sólo tendrá que preocuparse de utilizar un liquidador de probada solvencia. Más optimista es aún el Presidente de la Rectora de la Bolsa de Bilbao, **José Luis Marcaida**, que considera que, como en los supuestos de incumplimiento en el intercambio se prevé el establecimiento de un sistema de préstamo de valores y recompras, se elimina el riesgo de falta de contrapartida. **Aníbal Sánchez Andrés** dice que el riesgo de contrapartida no será relevante, porque el nuevo sistema incorpora un mecanismo de fianzas que garantiza suficientemente la materialización de los pagos, y además el servicio puede tomar a préstamo los valores que necesite para asegurar la entrega en los plazos legalmente previstos. **Serna** considera que este riesgo se reduce a medida que se acorta el plazo de tiempo que media entre la negociación y la liquidación de las operaciones.

## INVERSION EXTRANJERA

---

Por otra parte, la modernización del mercado atraerá la atención de la inversión extranjera, lo que aumentará su confianza en la eficacia del sistema.

**Garmendia** reconoce que actualmente existe cierta incertidumbre sobre el período de cobro de las ventas, sobre todo en las liquidadas con títulos físicos y en las acciones nominativas, en las que el emisor puede retrasar considerablemente la liquidación, lo que se solucionará con el mecanismo que se ultima.

Y precisamente la liquidación se ha convertido en una característica diferencial para el mercado. Como señala el Presidente de la Bolsa de Madrid, las dolorosas experiencias derivadas del *crash* de 1987 y la caída de los mercados en 1989 han sensibilizado enormemente a los grandes inversores institucionales extranjeros, que ahora buscan una liquidación sencilla, barata, segura y, especialmente, muy ágil.

**José Samper**, Presidente de la Rectora de la Bolsa de Valencia, opina que la puesta al día en la liquidación permitirá que las bolsas españolas sean más competitivas en el panorama internacional por su mayor eficacia y homologación con modelos más desarrollados.

El acortamiento del período de liquidación aumentará el interés de la inversión extranjera por el mercado español, aunque, como indica **Garmendia**, la liquidación diaria tendrá el inconveniente de la desaparición de prácticas especulativas, como el denominado *semaneo*, al que el mercado atribuye el 15 por 100 de su volumen de negocio.

## DIFICULTADES

---

A nadie se ocultan las dificultades del nuevo sistema. El Presidente de la Rectora de la Bolsa de Bilbao indica que, si bien los logros aumentarán la credibilidad del mercado bursátil español, el nuevo sistema se encontrará con importantes obstáculos, como la misma transformación de los títulos físicos

en anotaciones en cuenta —es decir, en una referencia técnica—, dotar de la adecuada infraestructura al servicio, y resolver los excedentes de personal con que hoy se encuentran las bolsas, al tener asignadas funciones que asumirá el nuevo Servicio de Compensación y Liquidación.

**Pizarro** reconoce que la construcción de un sistema de liquidación es muy compleja, no por la implantación del sistema informático que requiere, sino por la implicación de los diferentes protagonistas, lo que hace necesario un esfuerzo coordinado del mercado.

Por añadidura, durante un cierto período, muchos procedimientos deberán ser duplicados mientras el nuevo sistema se encuentre en período de rodaje.

## LA PRESENCIA DE LA BANCA

---

Un debate inevitable es si la condición de entidades adheridas al nuevo Servicio de Compensación y Liquidación de que disfrutaran diversas entidades financieras comportará una mayor bancarización de la Bolsa. **José Samper** reconoce que hubiera preferido un mayor protagonismo de las bolsas en este punto. **Garmendia** declara que la bancarización de la Bolsa española es un hecho que refleja la importancia que la banca tiene en el conjunto de la economía española. Considera lógica su participación, pero añade que es cierto que, al participar en el capital del nuevo Servicio de Compensación y Liquidación, los bancos acceden de manera indirecta al importante negocio bancario que supone la compensación y liquidación bursátil, que hasta ahora permanecía lejos de su alcance. **Marcaida** opina que las entidades financieras son, de forma natural, los grandes agentes animadores del mercado bursátil.

**Pizarro** afirma que no ve tan importante quién tenga la mayoría del capital del Servicio, sino cómo se instale y gestione el sistema, y considera indudable que en esa gestión tiene que participar la Bolsa.



Aníbal SANCHEZ ANDRES

Consejero de la CNMV

—¿Qué ventajas considera que puede aportar el sistema de anotaciones en cuenta, recogido en los artículos 5 a 12 de la Ley del Mercado de Valores, respecto al de fungibilidad hasta ahora existente?

—El Real Decreto de 25 de abril de 1974, y las sucesivas normas de inferior rango que fueron dictándose para su desarrollo, inauguraron entre nosotros un nuevo sistema de liquidación de operaciones bursátiles, dentro del cual los títulos admitidos a cotización (e incluidos en dicho sistema) debían funcionar como valores fungibles. Se sustituía, por tanto, el soporte documental por una referencia técnica. Si se prescinde de la mayor amplitud del régimen legal vigente, que permite extender el registro contable de valores anotados a instrumentos no admitidos a cotización en mercados secundarios oficiales, lo cierto es que, desde un punto de vista estrictamente operativo, la alternativa de funcionar con simples referencias técnicas o con anotaciones en cuenta en un sentido estricto no presenta diferencias sustanciales en la práctica. El nuevo régimen de anotaciones aprovecha la experiencia y el utillaje técnico del sistema anterior —al cual viene a perfeccionar—, de manera muy especial en lo que toca a la coherencia del diseño jurídico que le sirve de marco y fundamento.

Ahí es donde, a mi parecer, hay que situar las principales mejoras del sistema. Porque tratar documentos esencialmente circulantes y que legitiman por la posesión, cual sucede con los valores mobiliarios, como cosas que no sólo no circulan materialmente, sino que, por el contrario, permanecen inmovilizadas en las arcas de las entidades depositarias constituye una absoluta contradicción en el plano de la realidad. En el momento de dictarse la normativa reguladora del sistema de fungibilidad, tampoco podía resolverse adecuadamente dicha contradicción en el plano del Derecho, al no reconocer entonces nuestro ordenamiento otra forma de representación de los valores que la articulada por medio de títulos. Hoy, en cambio, la legislación traduce mejor aquella realidad económica: primero porque los valores pueden representarse mediante anotaciones; y, segundo, porque entre las dos modalidades de publicidad que, en cuanto a la circulación de los derechos, reconocen desde siempre todos los sistemas jurídicos (la posesoria y mobiliaria, y la basada en inscripción de las transmisiones o publicidad de naturaleza registral) apuesta decididamente por la última, al menos para los valores cotizados. Con ese cambio, se eliminan las incoherencias intrínsecas del viejo sistema de fungibilidad (que funcionaba, de hecho, como una extraña comunidad *pro diviso* entre todos los depositantes de valores, sin base legal suficiente para sustentar tan extraña colectividad), al tiempo que a las indudables facilidades técnicas, que por sí mismo procuraba ya el mecanismo de transferencia contable, vienen a añadirse ahora otros elementos —como el carácter constitutivo de la inscripción y la inoponibilidad de excepciones respecto de quien adquiere conforme al registro de anotaciones— que aportan las nuevas reglas de seguridad jurídica, antes ausentes del sistema de compensación y liquidación de títulos fungibles.

—La competencia entre diversos mercados bursátiles europeos no se limita a las fases de contratación, sino que se extiende también a la fase de compensación y liquidación. ¿Cree que el nuevo sistema de compensación y liquidación, actualmente en elaboración, servirá para fortalecer la posición del mercado español en esa competencia?

—En este aspecto, parece posible afirmar que, cuando menos, el sistema de compensación y liquidación español resultará homologable con los correspondientes de los países europeos más representativos, y estará en condiciones de ir cumpliendo los objetivos que para tales organismos reclama el informe del llamado «Grupo de los Treinta». La liquidación objetivada en plazos preestable-

cidos, la neutralidad financiera del aparato liquidador, su aptitud para proyectar idéntico procedimiento liquidatorio a toda clase de valores (sin otras diferencias que las inexcusables que deriven de su distinta naturaleza), y sobre todo la simultaneidad de las entregas de esos valores contra el pago de su precio (*delivery v. payment*), reciben en el nuevo diseño una atención especialísima, sólo comparable al esfuerzo dedicado a resolver los tradicionales problemas (desgloses, incidencias, etc.) que perturbaban los procesos liquidatorios en nuestro país. Desde luego, por el lado de la compensación y la liquidación, nuestros mercados podrán resistir perfectamente la comparación con otros acaso económicamente más desarrollados, pero en los que la prensa da cuenta a menudo de los estrangulamientos que sufren los procesos referidos, y que también tienen por delante una tarea difícil para ir institucionalizando unos principios (universalidad, neutralidad, objetivación de plazos y entrega contra pago) que, como queda dicho, el nuevo Servicio de Compensación y Liquidación español parece tener plenamente asumidos.

—*En su opinión, ¿cuáles pueden ser las mayores dificultades para la implantación de ese nuevo sistema, y cuál la urgencia que debería atribuirse a su puesta en funcionamiento?*

—Sobre el último aspecto, soy del parecer de que un sistema destinado a durar debe concebirse mucho más en términos de garantías de buen funcionamiento que en términos de velocidad de implantación. El tráfico de valores no ha dejado de existir bajo un sistema de fungibilidad defectuoso y va a precisar seguramente de ajustes ulteriores bajo el que ahora trata de articularse. Que el Servicio de Compensación y Liquidación empiece a andar con buen pie y suficiente preparación, generando confianza, es lo fundamental. Sobre todo porque, efectivamente, habrá que superar dificultades para su definitivo afianzamiento. Dificultades, en primer lugar, de mentalidad y de tradición, ya que será preciso ir acostumbrándose a la desmaterialización de los valores y al planteamiento informatizado de su tráfico, lo que exige una mayor disposición a renovar lo que hace tres siglos José de la Vega, autor del primer libro que se conoce sobre el comercio de acciones, denominaba el «gusto imaginario» por la entonces —como ahora— novedosa maquinaria de negociación. Pero, por eso mismo, es menester también estar muy atentos, en segundo lugar, para poner en marcha sin regateos los importantes esfuerzos de adaptación

—en este caso, muy a ras de tierra— que, empezando por los nuevos desarrollos informáticos, los organizativos y las mayores exigencias de *reporting* y notificación, demandará el buen funcionamiento del nuevo sistema. Estos son los retos a afrontar, y no son pequeños.

—*¿Cree que el nuevo sistema comportará una mayor seguridad y eficacia que pueda atraer mayor inversión al mercado de valores español, y en concreto fondos extranjeros?*

—Creo sinceramente que la contribución del nuevo sistema a la consecución de tales objetivos puede ser muy estimable. Tal como está diseñado, debe aminorar costes operativos, lo que —si el mercado es eficiente— debería beneficiar a todos los inversores; naturalmente, también a las instituciones de inversión colectiva, domésticas o foráneas. La mayor seguridad y eficacia del nuevo sistema debe mostrarse además en otros muchos aspectos, en parte ya mencionados; desde su disposición a corregir problemas endémicos —como puede ser la inflación de títulos, que no conjuraba el sistema de fungibilidad— hasta la aminoración de riesgos, para no insistir ahora en la mejora que en todos los órdenes (teóricos y prácticos, económicos y jurídicos) supondrá el acortamiento de plazos de entrega. Por este lado, el carácter objetivo y seguro de los términos de cumplimiento, característica de los contratos de Bolsa que la doctrina clásica solía poner como el ejemplo más puro de los contratos sometidos a «término esencial», podría empezar a recuperarse frente al desmentido práctico de aquella calificación teórica que cada día nos recordaba machaconamente la vida del tráfico.

—*¿Considera que la condición de entidades adheridas al nuevo servicio de que disfrutaban diversas entidades financieras aumentará la bancarización de la Bolsa?*

—En este punto, me parece importante dejar claramente sentado que las entidades adheridas al nuevo sistema van a ser prácticamente las mismas que ya operaban, de uno u otro modo, bajo el antiguo. No habrá variación sustancial. Si acaso —y de ser así, la tendencia apuntaría más bien en sentido contrario a la pregunta— cabe suponer que algunas otras entidades que no se ocupaban de la gestión de depósitos vayan animándose a iniciar dicha actividad, sobre todo en la medida en que la llevanza de cuentas resulte más fácil bajo el nuevo sistema.

—*¿Cómo afecta el sistema de liquidación y compensación que se va a incorporar al riesgo de contrapartida en la negociación de valores?*

—Aludía de pasada en la contestación a una pregunta anterior a la mejor aptitud del nuevo sistema para aminorar riesgos. Me parece que el de contrapartida, al que ahora se alude, no será relevante en cuanto que, como es sabido, el nuevo sistema incorpora dos piezas que deben contribuir a corregirlo de antemano, desde ambos lados de la liquidación. Porque, en lo que se refiere a la liquidación de efectivo, existe un mecanismo de fianzas que garantiza suficientemente la materiali-

zación de los pagos; y, en lo que toca a la entrega de valores, el Servicio de Compensación y Liquidación puede tomar a préstamo los que necesite para asegurar la entrega en los plazos legalmente previstos. Más allá de todo eso, podría quedar abierto todavía un espacio, que esperamos no sea necesario recorrer, para el funcionamiento de compras o ventas de reemplazo, que, como se recordará, fue una de las salidas clásicas a los fenómenos de incumplimiento de los contratos bursátiles. Pero me parece que es un remedio del que debe huirse ahora en la medida de lo posible, puesto que la última experiencia recogida en relación a la práctica de las denominadas «recompras» no puede decirse que haya resultado positiva.



Manuel PIZARRO MORENO

Presidente de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid

—¿Qué ventajas considera que puede aportar el sistema de anotaciones en cuenta, recogido en los artículos 5 a 12 de la Ley del Mercado de Valores, respecto al de fungibilidad hasta ahora existente?

—El avance esencial que implica un sistema de anotación en cuenta como el definido en nuestra Ley del Mercado de Valores consiste en la eliminación del título valor físico, que hasta ahora ha de intercambiarse entre las entidades participantes en el proceso de liquidación. Esta desmaterialización supone que la transmisión de la propiedad de los valores se completará por una mera transferencia contable entre registros contenidos en un sistema informático, lo cual agiliza notablemente este tráfico mercantil, dotándole además de una mayor seguridad, al eliminar riesgos de pérdida, destrucción, etc. Todo ello se traduce en una mayor liquidez para el inversor.

A esta ventaja, genérica para todos los valores que se representen mediante anotaciones en cuenta al amparo de la Ley del Mercado de Valores y de la Ley de Sociedades Anónimas, hay que añadir una serie de avances que están incluidos en el diseño del sistema de compensación y liquidación

por anotación en cuenta, el cual será de aplicación, en concreto, a los valores admitidos a negociación en un mercado bursátil.

En primer lugar, debemos destacar la unicidad del sistema, que, aun respetando las particularidades de algunas emisiones, en esencia será el mismo para todos los valores. El sistema fungible actual es de aceptación voluntaria para el propietario de los valores, y aunque el esfuerzo de todo el mercado lo ha generalizado para un 90 por 100 del volumen de contratación, sólo con un soporte legal podía obtenerse el 100 por 100.

Por otra parte, se ha introducido en el sistema el principio de entrega contra pago, que debe implicar el incondicional, irrevocable y simultáneo intercambio de valores y dinero; la correcta aplicación de este principio reducirá el riesgo del propio sistema.

Tradicionalmente, la Bolsa se ha preocupado de establecer un sistema de liquidación que fuese seguro para el inversor y para los propios participantes directos en él. Las medidas que a tal efecto se incorporaron al sistema fungible, actualizándose con el tiempo, se han mantenido con acierto en el nuevo sistema, e incluso se han reforzado. Por ejemplo, la referencia técnica, que pasará a denominarse «referencia de registro», sigue asignándose a cada operación cruzada en el mercado, de modo que la sociedad o agencia de valores y Bolsa pueda consignarla en la documentación que entrega a su cliente, lo cual está garantizando la adjudicación definitiva de los valores al inversor final. Se mantiene también la objetivación de la fecha de liquidación, garantizándose que la liquidación de una operación tendrá lugar un número determinado de días después: en principio, se mantendrá en siete días, para reducirse, en cuanto sea posible, a cinco.

El sistema de fianzas para garantizar las obligaciones dinerarias que implica la liquidación bursátil es similar al actual, si bien se generaliza a todos los participantes, al incluir no sólo a las sociedades y agencias miembros del mercado, sino a los bancos y cajas de ahorros. Por último, se aumentan los medios de aseguramiento de la entrega de los valores por parte del vendedor en la fecha de liquidación, completando el actual mecanismo de recompra de los títulos en el mercado con un procedimiento de préstamo de valores, establecido con el objetivo de garantizar la recepción a tiempo, por parte del comprador, facilitando al vendedor un plazo adicional para poner los valores a disposición del sistema.

—La competencia entre diversos mercados bursátiles europeos no se limita a la fase de contratación, sino que se extiende también a las fases de compensación y liquidación. ¿Cree que el nuevo sistema de compensación y liquidación, actualmente en elaboración, servirá para fortalecer la posición del mercado español en esa competencia?

—La década de los noventa está confirmando la tendencia a la interrelación entre mercados de valores y, en definitiva, entre economías que ya se dibujaba con claridad en los ochenta. Esta internacionalización genera estrategias de inversión que tienen un carácter global y contemplan no sólo Europa, sino el mundo entero, como objetivo posible.

En este sentido, los sistemas de liquidación se han convertido en un factor de decisión más. La Bolsa ha tenido presente este factor y se ha preparado, desde hace años, para poder asimilar el aumento de volumen que ha representado la presencia constante de la inversión extranjera en nuestro mercado desde 1986. El sistema fungible era vanguardista en 1974, pero no hemos dejado que se hiciese viejo. En el entorno anterior a la reforma, se mejoró el sistema de compensación de efectivos en términos de agilidad y seguridad, y se aumentaron a dos las presentaciones de ventas cada semana; en el ámbito de la Rectora, se ha conseguido generalizar el sistema de fungibilidad también a los valores nominativos y se ha establecido un ciclo diario de liquidación, en lugar de semanal.

No obstante, la reducción del coste y del riesgo inspiran los estándares, cada vez más ambiciosos, que han de cumplir los sistemas de liquidación; estos estándares se traducen en recomendaciones emitidas por diversos organismos internacionales, como el «Grupo de los Treinta» o la Federación Internacional de Bolsas. Dichas recomendaciones están siendo contempladas en la construcción del nuevo sistema de liquidación y, por tanto, nos van a permitir eliminar cualquier desventaja en la situación de partida con respecto a otros países que también están realizando esfuerzos importantes. Es más, pueden situarnos cerca de la primera línea, mejorando la posición de España frente a países en vanguardia y ganando distancia respecto a otros mercados actualmente menos avanzados en materia de liquidación.

En este sentido, nuestro sistema se va a acercar mucho a los de Alemania, Suiza, Holanda o Dinamarca, que funcionan ya en un esquema de liquidación por anotación en cuenta centralizada, con liquidación diaria en cinco días hábiles como má-

ximo, y garantizan el principio de entrega contra pago.

Estados Unidos y Canadá son países donde actualmente puede liquidarse en cinco días, pero que soportan todavía un sistema de custodia de títulos físicos en varios depositarios especializados, que además no tienen el total de los valores en sus cajas, pues muchos inversores mantienen sus títulos directamente o a través de sus agentes. No obstante, a lo largo de 1992-1993, se han propuesto liquidar por anotación en cuenta y en tres días.

Francia culminó en 1988 su proceso de desmaterialización, pero hasta hace muy poco su liquidación se realizaba sólo una vez al mes. Todavía liquida parte de su volumen en un esquema mensual, si bien ha introducido un sistema de liquidación en cinco días que el año próximo se acortará a tres.

Países como Gran Bretaña o Italia tienen aún sistemas de liquidación de períodos quincenales o mensuales, respectivamente, con intercambio de títulos físicos. Pero no debemos perder de vista que también estos países han puesto en marcha proyectos de liquidación ambiciosos, que darán sus frutos en 1992-1993.

—En su opinión, ¿cuáles pueden ser las mayores dificultades para la implantación de ese nuevo sistema, y cuál la urgencia que debería atribuirse a su puesta en funcionamiento?

—La construcción de un sistema de liquidación es una tarea de gran complejidad en la práctica, no sólo por la dificultad técnica que entraña el diseño informático del sistema central, sino por las implicaciones que tiene para todos los sujetos del mercado de valores en su sentido más amplio: miembros del mercado, entidades depositarias, sociedades rectoras, entidades emisoras, etcétera.

Las herramientas informáticas con las que ha de contar el sistema son sofisticadas, y su diseño ha de ser minucioso para contemplar la amplia casuística que genera la operativa bursátil en el día a día. De otro lado, el sistema estará cimentado en una red de comunicaciones con capacidad de interconectar en tiempo real a todos los participantes, la cual, si bien es esencial para dar un buen nivel de servicio, también requiere una instalación laboriosa.

Todo ello implica un esfuerzo coordinado de todo el mercado para implantar en cada entidad no sólo sistemas mecanizados internos capaces de atender las especificaciones exigidas en el nuevo modelo de liquidación, sino también procedi-

mientos administrativos diferentes que permitan gestionar correctamente su relación con el nuevo sistema. En este sentido, resulta básico atender a la formación del personal técnico que haya de asumir la responsabilidad del manejo diario de la liquidación, de modo que el inicio del sistema no resulte traumático para ninguna entidad adherida ni para el propio servicio de compensación y liquidación.

No debemos renunciar, pese a estas dificultades y otras de índole legislativo o laboral que pudiesen surgir, a la puesta en marcha, a corto plazo, del nuevo sistema. El objetivo, ya publicado, del 30 de marzo de 1992 es ambicioso, pero todos hemos de contribuir a su cumplimiento. Aunque sea de modo progresivo, para su posterior complemento en los meses siguientes, es urgente que un primer núcleo central del sistema esté en funcionamiento dentro de plazo. Con el entorno internacional antes descrito, un retraso en el calendario es algo que nuestro mercado no se puede permitir.

Precisamente con idea de ir anticipando las características del futuro sistema, las propias bolsas, con el apoyo de la Comisión Nacional y de las entidades participantes en la liquidación, han ido avanzando en temas tan importantes como la generalización del sistema de fungibilidad a los valores nominativos o la implantación de un ciclo diario de liquidación, sustituyendo el período contable semanal vigente hasta noviembre de 1991.

*—¿Cree que el nuevo sistema comportará una mayor seguridad y eficacia que pueda atraer mayor inversión al mercado de valores español, y en concreto fondos extranjeros?*

—La canalización de la inversión hacia un mercado es cada vez más selectiva, y muy especialmente en el caso de la inversión de no residentes.

El análisis de un mercado tiene muy en cuenta su riesgo y el coste que implica. En este sentido, la liquidación se convierte en una característica diferencial para un mercado. Las experiencias, en general dolorosas, resultantes del *crack* de 1987, y el posterior de 1989, para los grandes custodios globales en materia de liquidación han sensibilizado enormemente la inversión extranjera en este tema. No se buscan sólo mercados con un sistema de formación de precios serio o con una buena difusión de información, sino con una liquidación sencilla, barata, segura y muy ágil. De nada sirve un mercado amplio, con capacidad de contrapartida, si a la hora de desinvertir en un valor la liquidación lo dificulta.

El nuevo sistema de liquidación ofrece una buena infraestructura al mercado español en este sentido, puesto que se ha diseñado su filosofía con un objetivo de reducción de coste y de riesgo. Ahora bien, debemos ser muy conscientes y cuidadosos a la hora de llevar a la práctica estos objetivos. Si no es así, otros lo harán por nosotros: sistemas de liquidación internacionales, como Euroclear y Cedel, controlados por grandes bancos, ofrecen ya servicios de liquidación, cada vez más rápidos y baratos, que son una alternativa para la liquidación de transacciones internacionales de valores.

El principio de entrega contra pago es la esencia en la gestión de riesgos de un sistema; por eso hemos de conseguir que se cumpla estrictamente; esto se traduce en la colaboración necesaria del Banco de España, de modo que el sistema de liquidación pueda enviarle el resultado de la liquidación de efectivos para su anotación en las cuentas de los participantes el mismo día en que éstos han entregado o recibido los valores. Lo mismo ocurre con los medios de aseguramiento de la entrega de valores que antes se han mencionado: el préstamo de valores no será sencillo de implantar en un mercado en que no goza de ninguna tradición. Su tratamiento fiscal, asimilándole a los rendimientos del capital mobiliario, y no como realización de plusvalías, ha sido un paso importante, pero queda por hacer una labor de promoción de este nuevo instrumento en nuestro mercado. No obstante, éstos no han de convertirse en obstáculos si queremos ofrecer imagen y garantía de seguridad ante la inversión extranjera.

Un mercado de confianza, como el nuestro, debe cuidar la disciplina de los participantes en su sistema de liquidación, aunque con la sensibilidad suficiente para no constreñir en exceso su actuación. Lo mismo ocurre con las condiciones de acceso al sistema de liquidación. La exigencia beneficia a todo el mercado y lo fortalece, y los inversores no residentes valorarán esta cualidad, como lo han venido haciendo en los últimos años.

*—¿Considera que la condición de entidades adheridas al nuevo servicio de que disfrutaban diversas entidades financieras aumentará la bancarización de la Bolsa?*

—La importancia de conseguir un sistema de liquidación eficaz, seguro y barato es clave para el desarrollo futuro de todo nuestro mercado; por tanto, es un objetivo que trasciende a la mera composición accionarial del nuevo servicio. No es tan importante quién tenga la mayoría, sino cómo se instale y se gestione luego el sistema.

Es indudable que en esa gestión tiene que participar la Bolsa, porque cuenta con la experiencia de su equipo humano y con los medios técnicos para hacerlo. Adicionalmente, mantiene un contacto permanente con la realidad del mercado, empujando por los propios inversores. Es importante para nuestra economía que la gestión del servicio de liquidación se base en la neutralidad y refleje los intereses de todos los sujetos activos en nuestro mercado. Sobre este particular, la Bolsa ha demostrado su capacidad de acometer innovaciones con un sentido neutral, recogiendo intereses y sugerencias que no se han limitado estrictamente al punto de vista de las sociedades y agencias de valores accionistas de la misma.

—¿Cómo afecta el sistema de liquidación y compensación que se va a incorporar al riesgo de contrapartida en la negociación de valores?

—Este es otro punto en el que el nuevo sistema

hereda la filosofía del actual sistema fungible, que consideramos acertada.

Al tratarse de un sistema de liquidación multilateral, la relación biunívoca entre comprador y vendedor, que se produce al ejecutarse una operación en el mercado, se pierde al efectuarse el proceso de liquidación: el sistema se encarga de entregar los valores a los compradores y exigírselos a los vendedores, y al contrario con los efectivos. Al tiempo, garantiza a todos los participantes que las obligaciones y derechos derivados de la contratación se cumplen, con independencia de con quién hayan cruzado la operación; es decir, en la práctica, el servicio de liquidación se convierte en una especie de contrapartida general de todos los compradores y vendedores.

Por eso es tan importante la correcta implantación de un sistema de fianzas y de los medios de aseguramiento de la entrega de valores, porque el servicio de liquidación no debe asumir riesgos con sus entidades adheridas.



José SERNA MASIA

Presidente de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Barcelona

—¿Qué ventajas considera que puede aportar el sistema de anotaciones en cuenta, recogido en los artículos 5 a 12 de la Ley del Mercado de Valores, respecto al de fungibilidad hasta ahora existente?

—En realidad, los antecedentes del nuevo sistema de compensación y liquidación de operaciones con valores materializados en anotaciones en cuenta, que se está desarrollando en la actualidad, al amparo de la Ley del Mercado de Valores, se encuentran en el sistema de fungibilidad regulado por el Decreto 1128/1974, de 25 de abril, que ha sido el marco jurídico a través del cual se han liquidado la mayoría de los valores negociados en Bolsa hasta la fecha.

El sistema de fungibilidad registra las operaciones como una anotación en cuenta; es decir, todos los movimientos por compra, venta, traspasos, etcétera, se registran en las cuentas de títulos de las entidades adheridas sin necesidad de que exista movimiento físico de esos títulos, que están custodiados e inmovilizados en las entidades depositarias. Por otro lado, el futuro sistema mantiene la referencia técnica, que pasa a denominarse referencia de registro y que sigue siendo el elemento identificativo de los valores adquiridos.

El principal inconveniente del sistema de fungibilidad es la existencia del título físico, que exige una gestión específica que los controle y unos locales adecuados para su custodia. Asimismo, la fungibilidad no era obligatoria y, por tanto, los accionistas podían libremente excluir los títulos del sistema, lo que ocasionaba importantes costes administrativos tanto para los servicios de liquidación de las bolsas como para las entidades depositarias.

El nuevo marco legal establece que los valores que estén admitidos a negociación estén representados obligatoriamente en anotaciones en cuenta. Esta medida va a permitir la desmaterialización de los títulos físicos y, en consecuencia, una reducción significativa de los costes de las entidades depositarias. Asimismo, permitirá la homogeneización con los sistemas internacionales de liquidación y, sin duda, cumplirá sin problemas las exigencias que han planteado en los últimos tiempos la Federación Internacional de las Bolsas de Valores y el «Grupo de los Treinta».

—La competencia entre diversos mercados bursátiles europeos no se limita a las fases de contratación, sino que se extiende también a las fases de compensación y liquidación. ¿Cree que el nuevo sistema de compensación y liquidación, actualmente en elaboración, servirá para fortalecer la posición del mercado español en esa competencia?

—Las bolsas de valores hemos estado realizando, hasta la fecha, la liquidación de las operaciones, garantizando el cumplimiento de todas las obligaciones contraídas por las partes en la contratación. En este sentido, nos podemos sentir muy satisfechos, ya que no ha habido ninguna incidencia desde la implantación del sistema de fungibilidad. Recientemente, hemos llevado a cabo un arqueo de referencias técnicas con las entidades depositarias y no se han detectado errores imputables a las bolsas.

Por otro lado, hemos puesto en funcionamiento, desde el día 25 de noviembre, bajo el sistema de fungibilidad, la liquidación diaria, lo que va a permitir que las operaciones se liquiden a una fecha fija de siete días.

El futuro sistema de compensación y liquidación que se está diseñando —que como he indicado anteriormente, viene a modernizar en algunos aspectos el sistema de fungibilidad existente— deberá mantener los estándares de calidad que han tenido las bolsas y reducir significativamente los plazos de liquidación. Creemos que las operaciones deberían liquidarse al tercer día de su contra-

tación, en lugar de los cinco días previstos. Esta medida facilitaría enormemente la liquidez de las operaciones efectuadas en las bolsas y fortalecería nuestro mercado frente a los del exterior.

En todo caso, es importante señalar que el sistema de liquidación de las bolsas españolas, contra lo que algunos creen, ha funcionado desde hace años mucho mejor que los de otras bolsas extranjeras correspondientes a mercados de valores notablemente más importantes que el español.

*—En su opinión, ¿cuáles pueden ser las mayores dificultades para la implantación de ese nuevo sistema, y cuál la urgencia que debería atribuirse a su puesta en funcionamiento?*

—En la liquidación y compensación de operaciones intervienen un elevado número de entidades, que van a tener que modificar sus procesos informáticos para adecuarlos a la nueva normativa. Debe existir, por consiguiente, una gran coordinación entre estas entidades y el equipo técnico del proyecto, con el fin de que la implantación del nuevo sistema no provoque desajustes que impidan la normal liquidación de las operaciones.

Por otro lado, el equipo del proyecto debe desarrollar los programas informáticos necesarios que soporten todo el tráfico de información que el sistema requiere.

*—¿Cree que el nuevo sistema comportará una mayor seguridad y eficacia que pueda atraer mayor inversión al mercado de valores español, y en concreto fondos extranjeros?*

—No creo que el futuro sistema de compensación y liquidación aporte una mayor seguridad en la liquidación de las operaciones. Como he comentado anteriormente, desde que se implantó el sistema de fungibilidad no hemos tenido ninguna incidencia ni retraso en los calendarios previstos. Es decir, que en cuanto al nivel de seguridad y fiabilidad, las bolsas españolas estamos, desde hace años, en una excelente situación.

En cuanto a la mayor eficacia, entendemos que la cuestión clave está en la reducción de los plazos de liquidación, dotando al mercado bursátil de la

máxima liquidez, y esto es algo que ya hemos resuelto en un grado notable con la implantación de la liquidación diaria y el plazo D + 7.

*—¿Considera que la condición de entidades adheridas al nuevo servicio de que disfrutaban diversas entidades financieras aumentará la bancarización de la Bolsa?*

—Las entidades bancarias disponen en la actualidad del 60 por 100 del capital de la sociedad promotora del futuro sistema de compensación y liquidación. Esta posición va a reforzar el papel que en la actualidad ya tienen los bancos, a través de sus sociedades de valores participadas, en los mercados de valores.

Las firmas independientes observan atentamente todas las nuevas medidas que se adoptan para el futuro sistema de compensación, con el fin de que se inspiren en un principio de estricta neutralidad del sistema.

*—¿Cómo afecta el sistema de liquidación y compensación que se va a incorporar al riesgo de contrapartida en la negociación de valores?*

—Cualquier sistema de liquidación debe garantizar la entrega contra pago; es decir, debe asegurarse al comprador la recepción de los títulos y al vendedor el cobro del importe efectivo de la venta.

En la actualidad, la liquidación está garantizada por la existencia de unas fianzas depositadas en cada sociedad rectora por los miembros del mercado, y por los controles que el servicio de liquidación de las bolsas lleva a cabo en todos los procesos. Por ejemplo, el vendedor no cobra si no ha entregado, en la forma y plazos establecidos, los títulos que en su día vendió. Este sistema seguirá aplicándose en el futuro procedimiento.

El riesgo de contrapartida en la negociación de valores se reduce a medida que se acorta el plazo de tiempo que media entre la negociación y la liquidación de las operaciones. Por tanto, una reducción significativa del plazo vigente, situándolo en los tres días que antes he indicado, reduciría sensiblemente este riesgo.



José Luis MARCAIDA

Presidente de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Bilbao

—¿Qué ventajas considera que puede aportar el sistema de anotaciones en cuenta, recogido en los artículos 5 a 12 de la Ley del Mercado de Valores, respecto al de fungibilidad hasta ahora existente?

—Las ventajas que, en mi opinión, ofrece el nuevo Servicio de Compensación y Liquidación podrían resumirse, muy esquemáticamente, en los siguientes puntos:

- a) Desmaterialización del título físico, con todo lo que ello representa de reducción en gastos como su impresión, traslado y manejo, etcétera.
- b) Un paso muy importante en la certidumbre que representa el liquidar definitivamente una operación de compra-venta de títulos en un plazo de D + 5, como el fijado para el sistema tras su rodaje inicial.
- c) Definir como principio básico el de la neutralidad financiera, o principio de entrega de títulos contra pago de éstos, de tal forma que nadie, absolutamente nadie, saque provecho de una actuación dilatoria en uno u otro sentido.
- d) Finalmente, yo destacaría como un elemento distintivo de las ventajas que ofrece el sistema su capacidad para eliminar la inflación de referen-

cias técnicas que hoy tiene el vigente y actual sistema de fungibilidad.

—La competencia entre diversos mercados bursátiles europeos no se limita a la fase de contratación, sino que se extiende también a las fases de compensación y liquidación. ¿Cree que el nuevo sistema de compensación y liquidación, actualmente en elaboración, servirá para fortalecer la posición del mercado español en esa competencia?

—La competencia de los mercados bursátiles internacionales necesariamente se extiende a las fases de compensación y liquidación. Es lógico pensar que ello sea así, porque la contratación de unos títulos, en un mercado dado, no termina con el cierre de un contrato de compraventa de un número determinado de títulos, a un precio dado, sino con la entrega de esos títulos (*settlement*), contra su pago en dinero.

No cabe la menor duda de que, en la medida en que se consigan, cosa que no dudo, los objetivos que se han planteado por la dirección de la Sociedad de Compensación y Liquidación, se reforzará, de forma muy importante, la credibilidad de nuestro mercado bursátil.

—En su opinión, ¿cuáles pueden ser las mayores dificultades para la implantación de ese nuevo sistema y cuál la urgencia que debería atribuirse a su puesta en funcionamiento?

—Resulta obvio que el proyecto que se aborda desde la nueva Sociedad de Compensación y Liquidación no está exento de importantes y serias dificultades.

No hay que olvidar que este servicio tiene competencias a desarrollar, en virtud del mandato legal, en dos vertientes diferenciadas.

En primer lugar, la de ser una central de anotaciones en cuenta de los títulos contratados en las bolsas, lo que supone, en principio, afrontar las dificultades inherentes a lo que es la transformación de los títulos físicos en anotaciones en cuenta, y a la correspondiente de dotar de la adecuada infraestructura a tal servicio.

Una segunda dificultad que los rectores del nuevo Servicio de Compensación y Liquidación habrán de abordar reside en la forma en que se resuelven los excedentes de personal con que hoy cuentan las sociedades rectoras (las bolsas), al tener asignadas estas funciones que luego asumirá el nuevo Servicio de Compensación y Liquidación.

Sin embargo, tal problema podría verse minorada por el papel que pueda tocar a las bolsas como «servicios locales» del nuevo Servicio de Compensación y Liquidación.

Otro elemento a resolver para la plena eficacia del nuevo Servicio, en razón a su descentralización, es el buen funcionamiento de las redes de comunicación. En este sentido, puedo afirmar que la Rectora de Bilbao cuenta con los más modernos sistemas informáticos y de comunicación de redes, que garantizarán plenamente esta fase final de la contratación bursátil.

*—¿Cree que el nuevo sistema comportará una mayor seguridad y eficacia que pueda atraer mayor inversión al mercado de valores español, y en concreto fondos extranjeros?*

—Creo, sin duda alguna, que sí; yo espero que si el Sistema de Compensación y Liquidación bursátil funciona, la inversión extranjera va a tener un elemento básico de confianza para pensar que sus operaciones se van a liquidar en un plazo muy breve (cinco días, con idea de que más tarde sean tres días), y con la garantía de que, tanto por el lado de la oferta como por el de la demanda, la operación, con el juego de las contrapartidas, será realizada y materializada en ese plazo.

Resulta evidente que estos plazos, cuando intervinen *brokers* y custodios en el exterior, podrían necesariamente ser más amplios por los desajustes y mayores tiempos que se precisan en los flujos de información.

*—¿Considera que la condición de entidades adheridas al nuevo servicio de que disfrutaban diversas entidades financieras aumentará la bancarización de la Bolsa?*

—Creo que resulta un tópico seguir hablando del grado de bancarización de la Bolsa española. Basta echar la vista atrás, antes de la entrada en

vigor de la Ley de Reforma del Mercado Bursátil (Ley 24/1988), para darse cuenta de la procedencia de las órdenes de compra-venta que se dirigían, más tarde, a la contratación y obligatoria intervención de los agentes de cambio y Bolsa. Y es que, de hecho, las entidades financieras, al mantener las relaciones de clientela (cuentas corrientes y de ahorro, domiciliaciones, etc.) y de depósito de valores, eran, de manera natural, los grandes agentes animadores del mercado bursátil.

De hecho, este factor ha sido explícitamente reconocido a la hora de formar los grupos de capital de la sociedad promotora del nuevo Servicio de Compensación y Liquidación en la que, lógicamente, cabe esperar sea la estructura definitiva de la nueva sociedad. En efecto, un 60 por 100 del nuevo capital es atribuido a las entidades financieras, y un 40 por 100 a las sociedades rectoras. De alguna forma, esta proporción supone el reconocimiento de una mayor participación de las entidades financieras en los procesos finales de compensación y liquidación bursátiles.

*—¿Cómo afecta el sistema de liquidación y compensación que se va a incorporar al riesgo de contrapartida en la negociación de valores?*

—Es la gran novedad del sistema, y supone un enorme valor añadido a la seguridad final de la operación; ser contrapartida de la venta supone decir ser comprador. Esto es, garantizarle que a una fecha cierta recibe los títulos mediante anotación en cuenta, tras el pago del efectivo correspondiente, evitando así la no recepción de los títulos. Al vendedor, como contrapartida de la compra, se le asegura el cobro de los importes de venta en la fecha acordada con las condiciones del servicio.

Este es un paso muy positivo, que supone el cierre de la operación en todos los casos. En los supuestos de incumplimiento, se prevé el establecimiento de un sistema de préstamo de valores y recompras, en su caso, que elimina, precisamente, el riesgo de falta de contrapartida.



José SAMPER REIG

Presidente de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valencia

—¿Qué ventajas considera que puede aportar el sistema de anotaciones en cuenta, recogido en los artículos 5 a 12 de la Ley del Mercado de Valores, respecto al de fungibilidad hasta ahora existente?

—Ciertamente, el sistema de anotaciones en cuenta previsto en la Ley del Mercado de Valores, y próximo a implantarse en nuestras bolsas, presenta una serie de significativas ventajas frente al actual sistema de fungibilidad.

Sin pretender una enumeración absolutamente exhaustiva de tales mejoras, y sin que el orden de su exposición implique necesariamente mayor o menor importancia de unas u otras, diré que una primera ventaja se encuentra en el hecho mismo de que el sistema de anotaciones será único (aunque teniendo en cuenta lo establecido en el art. 54 de la citada Ley a propósito de los valores que se negocien en una sola Bolsa), en tanto que el modelo fungible actual convive con otros dos sistemas (el referente a valores nominativos y el sistema tradicional).

Como su propia denominación indica, con el modelo de representación y liquidación de valores que se va a incorporar al mercado bursátil español, esos valores no tendrán soporte físico alguno, es-

tarán totalmente desmaterializados, concretándose en anotaciones contables. Esto, unido a la natural inmovilización que la representación contable implica (en realidad, se convierte en inexistente este último concepto), reportará obvios beneficios en los procesos de liquidación. El sistema de liquidación a introducir seguirá el procedimiento D + 5, lo que implica acortar el período de liquidación y obstaculizar la realización de ciertas operaciones que, de alguna manera, merman la transparencia del mercado. El sistema de liquidación que se proyecta persigue también, entre otros, los objetivos de entrega contra pago y neutralidad financiera.

Todo lo anterior, como digo, va a repercutir muy favorablemente en la eficacia y seguridad de la liquidación bursátil, pero debo señalar también que en los procedimientos actuales se están introduciendo últimamente, por las sociedades rectoras de las bolsas, modificaciones muy importantes que, por lo demás, van a permitir un tránsito mucho más fácil hacia el sistema de anotaciones en cuenta. Así, aunque aún coexisten los tres sistemas de liquidación antes mencionados, por el de fungibilidad (que supone la casi total inmovilización de los títulos) se liquida hoy prácticamente el 90 por 100 de la contratación, ya que los valores nominativos y otros al portador se vienen incluyendo en dicho sistema fungible desde finales del pasado año. En estos días, se va a implantar la liquidación diaria en D + 7, lo que constituye claramente otro paso previo para el modelo de anotaciones en cuenta proyectado. Incluso parece de justicia recordar que el establecimiento en 1974 del sistema fungible, introduciendo por primera vez ese concepto —el de fungibilidad de los valores—, fue un avance espectacular para la liquidación y gestión del depósito de dichos valores, pudiendo ser considerado la base sobre la que se asienta el sistema futuro. El único punto no abordado en dicho sistema hasta 1990, por diversas razones no imputables, en mi opinión, a las bolsas, fue la introducción como valores fungibles de los títulos nominativos.

—La competencia entre diversos mercados bursátiles europeos no se limita a las fases de contratación, sino que se extiende también a las fases de compensación y liquidación. ¿Cree que el nuevo sistema de compensación y liquidación, actualmente en elaboración, servirá para fortalecer la posición del mercado español en esa competencia?

—Aunque pueda parecer obvio y elemental, no siempre se considera adecuadamente que las operaciones bursátiles comprenden dos grandes fases —la contratación y la liquidación— y que, por

consiguiente, ambas han de llevarse a cabo en las mejores condiciones para que el sistema, en su conjunto, funcione eficientemente. Las dos fases, además, están interrelacionadas entre sí, por lo que pueden reforzarse o perjudicarse mutuamente.

Es por eso por lo que los nuevos procedimientos de liquidación previstos para el mercado de valores español, en la medida en que suponen un avance frente a los que utilizamos actualmente, contribuirán, en efecto, al fortalecimiento de la posición global de nuestras bolsas en ese contexto internacional tan progresivamente competitivo.

Verdad que todavía algunos importantes mercados europeos, como Londres e Italia, arrastran, por ejemplo, períodos de liquidación dilatados, pero la tendencia, en línea con las recomendaciones del «Grupo de los Treinta» y de diversos organismos internacionales, se dirige al acortamiento de esos plazos, así como a la desmaterialización de los valores y a la consecución de un ciclo de liquidación D + 3.

En definitiva, se pretenden sistemas de liquidación nacionales más ágiles y seguros, al tiempo que más homogéneos entre sí, a fin de no dificultar a los operadores, especialmente en las coyunturas de mayor nerviosismo y actividad en los mercados internacionales, para que actúen simultánea o sucesivamente en diferentes plazas bursátiles. La puesta al día del sistema de liquidación de las bolsas españolas, pues, permitirá a éstas alcanzar mayores niveles de competitividad en el panorama internacional, tanto por ofrecer más eficacia como por su mayor homologación con los modelos más desarrollados.

*—En su opinión, ¿cuáles pueden ser las mayores dificultades para la implantación de ese nuevo sistema, y cuál la urgencia que debería atribuirse a su puesta en funcionamiento?*

—Yo creo que al proyecto de nuevo sistema de liquidación bursátil se le ha otorgado la necesaria urgencia y prioridad entre los diferentes objetivos perseguidos por la reforma del mercado de valores español. Lo que ocurre es que, según se entiende fácilmente, se trata en este caso de un proyecto que, junto a su adecuada definición normativa, precisa del establecimiento de unos muy complejos medios técnicos y organizativos. En todo ello se viene trabajando desde el primer momento, y progresando adecuadamente, aunque en alguna cuestión cabrían soluciones alternativas.

Pero, no obstante la conveniencia de que el proyectado sistema de representación y liquidación

de valores sea una realidad cuanto antes, vuelvo a decir que los procedimientos que ahora mismo se practican en nuestras bolsas muestran una relativa, pero razonable, eficacia y un acercamiento progresivo a lo que será el sistema definitivo.

*—¿Cree que el nuevo sistema comportará una mayor seguridad y eficacia que pueda atraer mayor inversión al mercado de valores español, y en concreto fondos extranjeros?*

—La cuestión que ahora se me formula creo ha quedado contestada con lo que llevo dicho. Añadiré, si acaso, para acabar de responder total y explícitamente, que la inversión institucional extranjera en las bolsas españolas, y dentro de ella la de los fondos, se verá favorecida conforme el sistema de anotaciones inicie y avance en su operatividad.

*—¿Considera que la condición de entidades adheridas al nuevo servicio de que disfrutaran diversas entidades financieras aumentará la bancarización de la Bolsa?*

—Entiendo que la pregunta que se me plantea en esta ocasión se refiere a determinadas consecuencias que podrían derivarse del hecho de que el sistema de liquidación todavía vigente lo gestionan las sociedades rectoras de las bolsas, mientras que el que se proyecta implantar lo gestionará el Servicio de Liquidación, en el que, frente a otro conjunto de entidades, dichas rectoras sólo tienen una participación significativa, pero minoritaria.

Con toda sinceridad, he de manifestar que hubiéramos preferido, al menos, un mayor protagonismo e influencia para las bolsas en el Servicio de Liquidación; pretensión, por supuesto, nada gratuita y sí sólidamente avalada por la eficaz labor que las sociedades rectoras han realizado en el área de la liquidación bursátil. No ha sido así finalmente, lo que, por descontado, aceptamos cabalmente y, por tanto, al margen de los posibles efectos aludidos en la formulación de su pregunta, lo que ahora corresponde es que todos colaboremos al máximo y hagamos los mayores esfuerzos para que el modelo de liquidación diseñado funcione óptimamente.

*—¿Cómo afecta el sistema de liquidación y compensación que se va a incorporar al riesgo de contrapartida en la negociación de valores?*

—Uno de los principios inspiradores del sistema en proyecto es precisamente el del aseguramiento de la entrega. A tal fin, se contemplan diferentes

mecanismos, algunos de los cuales vienen operando ya en el sistema de liquidación vigente, pero se incorpora por primera vez la figura del préstamo de valores.

\* \* \*

Quisiera añadir, para terminar, que los cambios que se introducen en la liquidación bursátil impli-

can la desaparición de los supuestos o circunstancias que motivaban algunas operaciones bursátiles, pero que ello no necesariamente supondrá un descenso del volumen de contratación merced a los mecanismos de la operatoria a crédito y de las opciones y futuros, lo cual, por añadidura, comportará una mayor y más saludable transparencia en el mercado bursátil español.



Agustín GARMENDIA  
Consejero-Director General de NORBOLSA

—¿Qué ventajas considera que puede aportar el sistema de anotaciones en cuenta, recogido en los artículos 5 a 12 de la Ley del Mercado de Valores, respecto al de fungibilidad hasta ahora existente?

—La introducción del nuevo sistema de liquidación y compensación, que incluye la liquidación diaria y el sistema de anotaciones en cuenta previsto en los artículos 5 al 12 de la Ley del Mercado de Valores, supone la adopción por los mercados financieros españoles de las recomendaciones de los principales organismos internacionales en lo referido a liquidación de operaciones nacionales y transfronterizas.

En este contexto, al aspecto más positivo del nuevo sistema vendrá dado tanto por la homogeneización de los procedimientos de liquidación y compensación a nivel europeo como por las ventajas intrínsecas del sistema.

En este punto, es importante señalar que algunas plazas europeas, y en concreto la de mayor peso específico (Londres), han revisado sus posturas y han anunciado su discrepancia respecto de estos postulados.

Descendiendo a los aspectos más concretos, y al margen de que progresivamente se acorten los plazos de liquidación hasta alcanzar el D + 3 señalado, el nuevo sistema incorpora, desde un principio, algunos de estos postulados, como la existencia de un único centro de liquidación y depósito, la conversión de los títulos en anotaciones en cuenta, la aplicación del principio de entrega contra pago y la figura del préstamo de valores.

La transformación de las acciones en anotaciones en cuenta y la eliminación del control previo de las entidades emisoras en los títulos nominativos —a los que se informará de los titulares de las operaciones para sus registros, pero no podrán impedir la liquidación— permitirá reducir el volumen de cuentas pendientes de liquidar, dando lugar a una mayor seguridad en el cobro de las ventas, que hasta ahora constituía el principal elemento de incertidumbre para los inversores en este campo de la liquidación. Actualmente, muchas operaciones permanecen sin liquidar por errores de tipo formal asociados a la existencia de títulos físicos.

En este punto, llegamos a la que considero principal ventaja de este nuevo sistema, que consiste en proporcionar una fecha cierta de liquidación, aspecto que no se garantiza hoy en día.

Además, la introducción de la figura del préstamo de títulos permitirá acometer la reducción del plazo de liquidación sin recurrir a numerosas recompras, evitando con ello la inflación de valores en el sistema, y otorga a los poseedores de las acciones la posibilidad de obtener una rentabilidad adicional de sus depósitos. La consideración del Servicio de Liquidación y Compensación como prestatario de los títulos confiere seguridad al prestatista en lo que se refiere a la devolución tanto de los valores como de los derechos económicos que genere la operación.

A pesar de lo comentado en las líneas precedentes, el sistema presenta un claro inconveniente conocido por todos: la liquidación diaria supondrá la desaparición del semaneo. Este es un efecto difícilmente cuantificable, aunque podría estimarse que el 15 por 100 del volumen diario actual responde a este criterio de actuación. Es posible que algunas sociedades y agencias establezcan acuerdos con sus clientes para, mediante algún nuevo producto, financiar estas operaciones, pero la disminución de la operativa será evidente.

Resumiendo, la reestructuración del sistema de liquidación y compensación parece necesaria en

un entorno de homogeneización con el resto de mercados europeos, aunque al inconveniente señalado hay que añadir el de su elevado coste en relación a otras alternativas.

—*La competencia entre diversos mercados bursátiles europeos no se limita a las fases de contratación, sino que se extiende también a las fases de compensación y liquidación. ¿Cree que el nuevo sistema de compensación y liquidación, actualmente en elaboración, servirá para fortalecer la posición del mercado español en esa competencia?*

—En contra de la creencia generalizada, tengo que decir que la compensación y liquidación en el mercado español no es peor que la existente en el resto de plazas europeas. Es posible que hace diez o quince años sí que existieran deficiencias importantes en nuestro sistema, pero actualmente pienso que nos encontramos en una situación equivalente, en términos generales, a la mayoría de mercados.

Nosotros operamos con frecuencia en los más importantes mercados internacionales, y no encontramos grandes diferencias en cuanto a calidad de liquidación. Los sistemas son diferentes, presentando cada uno ventajas e inconvenientes, pero en ningún caso el español puede considerarse netamente inferior.

Quizá nuestra mayor carencia venga dada por el hecho de la existencia de títulos físicos y por la no aplicación del principio de entrega contra el pago. El primero de estos factores dificulta las liquidaciones, y el segundo añade un elemento de incertidumbre que los inversores extranjeros valoran en gran medida.

El nuevo sistema fortalecerá la situación del mercado español en tanto en cuanto el resto de bolsas sigan también las directrices del «Grupo de los Treinta» y se unifiquen los procedimientos. El hecho de que los métodos de liquidación sean iguales en toda Europa favorecería la movilidad de los capitales, al encontrarse los inversores con sistemas que les son conocidos y habituales.

Un punto a destacar es el hecho de que no sólo el sistema ha de ser bueno, también la aplicación de éste debe ser correcta. De nada servirá establecer un centro único de depósito y liquidación, y unos plazos de liquidación reducidos, si luego el funcionamiento de este centro es defectuoso, pocas operaciones se liquidan en el plazo previsto y los errores están a la orden del día.

En mi opinión, y como ya he comentado, la liquidación y compensación no es el ámbito en el que la Bolsa española presenta el mayor déficit. La estrechez del mercado y la falta de grandes compañías son factores estructurales que confieren a nuestro mercado un carácter residual en la estructura de los grandes portafolios internacionales que es muy difícil que sea compensado únicamente por un sistema de liquidación más eficaz.

—*En su opinión, ¿cuáles pueden ser las mayores dificultades para la implantación de ese nuevo sistema, y cuál la urgencia que debería atribuirse a su puesta en funcionamiento?*

—Las dificultades principales son de tipo operativo, especialmente para las sociedades rectoras, en tanto en cuanto se abre un período en el que muchos procedimientos deberán ser duplicados, al mantenerse el sistema actual, por un lado, y comenzar las pruebas del nuevo método, por otro. Este período va a suponer una ardua labor de intercambio de información entre las sociedades rectoras y el Servicio de Compensación y Liquidación (SCL), y un chequeo continuo de los procedimientos.

Las cuentas de resultados de estas sociedades rectoras también van a verse afectadas en tanto en cuanto la liquidación diaria, a través del SCL, les va a privar de los rendimientos financieros que generaban los fondos remanentes que permanecían en estas entidades como consecuencia de ventas pendientes de justificar.

Desde el punto de vista de los miembros del mercado, las liquidaciones diarias suponen la exigencia de un mayor control de toda la operativa y una mayor carga de trabajo de tipo administrativo, al tener lugar justificaciones de operaciones y movimientos de efectivo diariamente, en lugar de semanalmente.

A los anteriores aspectos hay que añadir el hecho de que aún no es conocido el coste que va a suponer el servicio de liquidación y depositaría que va a prestar el SCL, aunque posiblemente será superior al del sistema actual.

La urgencia de la puesta en funcionamiento viene dada por la creciente competencia existente en los mercados internacionales. Las mejores condiciones de liquidación y compensación pueden llevar a que gran parte de la contratación de los principales valores de la Bolsa española (aquellos que cotizan actualmente, o que lo harán en el futuro, en

varios mercados) se realice en mercados extranjeros o a través de cámaras de compensación internacionales.

Si existe la posibilidad de contratar un valor en varias bolsas, y a igualdad del resto de factores, se negociará en aquella que mayor seguridad de liquidación presente. En este sentido, es importante considerar los casos de Francia y Holanda. Las principales empresas de estos países cotizan en varios mercados, y de hecho se contrata más en los de fuera que en sus propias bolsas.

Para que esto no tenga lugar en la Bolsa española, es preciso homogeneizar nuestro sistema con el del resto de países, sobre todo en lo que respecta a representar los títulos en anotaciones en cuenta y adoptar el criterio de entrega contra pago.

*—¿Cree que el nuevo sistema comportará una mayor seguridad y eficacia que pueda atraer mayor inversión al mercado de valores español, y en concreto fondos extranjeros?*

—En línea con lo comentado en mi respuesta a una pregunta anterior, creo que esto será así en tanto en cuanto el resto de bolsas tiendan a sistemas similares y, por ello, los gestores de fondos no se enfrenten a sistemas diferentes en cada mercado, sino a una operativa común, y por tanto familiar para ellos, en todos los mercados.

No obstante lo anterior, el nuevo sistema presenta ventajas en sí mismo para la inversión extranjera, al acortar progresivamente el período de liquidación, crear un único centro de depósito y establecer un número de días fijo entre la contratación y la liquidación.

Actualmente, existe una cierta incertidumbre sobre el período de cobro de las ventas, sobre todo en las liquidadas con títulos físicos, y también en los valores nominativos, en los que la entidad emisora puede retrasar considerablemente la liquidación. La eliminación de esta potestad y la conversión de los títulos en anotaciones en cuenta permitirá mitigar estos problemas y, consiguientemente, disminuir las retenciones de algunos gestores de fondos extranjeros.

Un aspecto importante será la adopción del principio de entrega contra pago, dado que la inversión extranjera está acostumbrada a este sistema, que da más seguridad al inversor que el sistema actual.

No hay que olvidar, sin embargo, el inconveniente que la liquidación diaria supondrá para estos inversores, al producirse movimientos de efectivo

más frecuentes, lo que puede disminuir las actuaciones especulativas (el semaneo ya comentado) de los inversores extranjeros.

*—¿Considera que la condición de entidades adheridas al nuevo servicio de que disfrutaban diversas entidades financieras aumentará la bancarización de la Bolsa?*

—No creo que el diseño del nuevo sistema de liquidación y compensación implique una mayor bancarización del mercado. La mayoría de las entidades financieras son ya entidades adheridas a los actuales servicios de liquidación y compensación de las bolsas, por lo que su condición de tales en el nuevo SCL no supone un cambio cualitativamente importante.

Lo que sí es cierto es que, al participar las entidades financieras en un porcentaje importante del capital del nuevo SCL, acceden de manera indirecta al importante negocio bancario que supone la compensación y liquidación bursátil, aspecto que hasta ahora permanecía lejos de su alcance.

La bancarización de la Bolsa española es un hecho que refleja la importancia que la banca tiene en el conjunto de la economía española, y responde a las importantes participaciones industriales que mantienen las entidades financieras. La gran cantidad de fondos invertidos en Bolsa por estas instituciones hace que sus decisiones influyan de manera muy importante en el mercado de renta variable.

Consiguientemente, parece lógico que entidades que controlan una gran parte de los títulos sean entidades adheridas a un centro de liquidación y compensación para el correcto funcionamiento de éste.

*—¿Cómo afecta el sistema de liquidación y compensación que se va a incorporar al riesgo de contrapartida en la negociación de valores?*

—El riesgo de contrapartida está asociado con la calidad crediticia de la contrapartida, aumentando la incertidumbre cuando la entrega de títulos no se produce el mismo día que el movimiento de efectivos.

El sistema actual no elimina este riesgo, dado que las bolsas no realizan una función de *clearing*, aunque existe un sistema de fianzas que está destinado a cubrir posibles contingencias.

El nuevo SCL tampoco va a asumir el riesgo de fallidos, aunque se establecerá un sistema de fianzas similar al actual o de otra naturaleza.

De todas formas, el riesgo de contrapartida quedará muy limitado al adoptarse el criterio de entrega contra pago, que es la principal demanda de los inversores —sobre todo extranjeros, pero también nacionales— para eliminar la incertidumbre

que supone entregar los títulos con anterioridad al cobro de las ventas.

Como consecuencia de ello, el inversor sólo deberá preocuparse de utilizar un liquidador cuya solvencia sea probada, aspecto que viene en parte garantizado por la labor de inspección que realizan tanto el Banco de España como la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

## COLABORADORES

**GARMENDIA IRIBAR, Agustín.** Nació en Guetaria en 1949. Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales, y en Derecho, por la Universidad Comercial de Deusto. Master en Planificación Estratégica en Marketing (ESADE-1979); Master en Planificación Estratégica en Finanzas (ESADE-1980); Master en Asesoría Fiscal (Instituto de Empresa). Ha realizado *stages* de formación en Bélgica, Irlanda y Noruega. Ha sido Director Comercial y miembro del Comité de Dirección de Sagardui, S. A. (1973-1976), y Director de Marketing y miembro del Comité de Dirección de Galletas Artiach-Nabisco España (1977-1980). Desde 1981 es Secretario General Técnico de la Federación de Cajas de Ahorros Vasco-Navarras. Promotor de Servatas, S. A.; Serinor, S. A.; Biharko, S. A.; Ziurko, S. A.; Biharko Vida y Pensiones, S. A., y Norbolsa, S. V. B., S. A. Es también Consejero de la Sociedad Promotora de la Bolsa de Bilbao y de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Bilbao. Desde septiembre de 1991 es Consejero-Director General de Norbolsa, S. V. B., Sociedad Anónima.

**LOPEZ DE GARAYO Y GALLARDO, José Luis.** Nació en Madrid en 1960. Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Complutense de Madrid, habiendo cursado sus estudios en el CUNEF (Colegio Universitario de Estudios Financieros). Desde 1986 es Agente de Cambio y Bolsa por oposición libre. Durante tres años ejerce esta profesión como miembro de la Bolsa de Bilbao. Desde la reforma del mercado de valores español en 1989 es Consejero-Director General de DINVER, S. V. B., la Sociedad de Valores y Bolsa del Grupo Banco Central. Es también, en la actualidad, Consejero de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Bilbao.

**MARCAIDA, José Luis.** Nació en Bilbao. Tiene cincuenta y dos años. Cursó estudios de Derecho y Económicas en la Universidad de Deusto, donde se graduó en 1961. En 1968 ingresó en el Banco de Bilbao, donde ha desempeñado los cargos de Director de Intervención y Control Presupuestario. Director de Tesorería General y, finalmente, Director Financiero. Tras la fusión con el Banco de Vizcaya, fue nombrado Director General del nuevo BBV. Durante quince años fue profesor de la Universidad Comercial de Deusto; ha sido Presidente de Intermoney durante cuatro años y de Interactivos durante su año fundacional. En la actualidad es Director General de Auditoría y Control del BBV. Desde julio de 1989 es Presidente de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Bilbao. Es, asimismo, Consejero de la Sociedad de Bolsas que dirige el mercado continuo y de la Sociedad de Opciones Financieras (MOFEX).

**MARQUEZ DORSCH, Agustín.** Ingeniero de Telecomunicaciones. Master en Dirección de Empresas por el IESE. Ha trabajado en el Banco de Bilbao y posteriormente en el Banco Bilbao Vizcaya en diversas áreas relacionadas con informática y planificación de sistemas. En la actualidad es Director de proyecto del Sistema de Compensación y Liquidación de Valores.

**MENDOZA VILLAR, Manuel.** Abogado colegiado en Madrid y Ciudad Real. Ha sido Profesor Auxiliar de la Cátedra de Hacienda Pública y Derecho Fiscal Español en la Escuela de Ciencias Empresariales de Madrid. Su experiencia profesional principal se resume en trece años como letrado asesor en la banca privada; cuatro años como letrado del Fondo de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios, con la categoría de Jefe de Primera A en banca, y cinco años como letrado en los Servicios Jurídicos del Banco de España, hasta noviembre de 1990.

**ORTEGA FERNANDEZ, Raimundo.** Estudió Derecho y Ciencias Económicas en la Universidad de Madrid. Después de estudiar estadística y técnicas de previsión financiera en París, ingresó en el Banco de España como Economista titulado del Servicio de Estudios en 1967. En 1969 y 1970 estudió en el Instituto de Tecnología de Massachusetts, especializándose en Econometría y Teoría Monetaria. En 1977 pasó del Servicio de Estudios a la Oficina de Operaciones del Banco de España, de la cual fue nombrado Jefe en 1978. En septiembre de 1977 fue designado Secretario de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores y, desde diciembre de 1982 a octubre de 1985, desempeñó el cargo de Director General del Tesoro y Política Financiera, volviendo al Banco de España como Director General. Desde julio de 1989 es Presidente de BBV-Interactivos, la sociedad de Valores y Bolsa del grupo Bilbao-Vizcaya, y ha sido nombrado, en junio de 1991, Presidente de la Sociedad Promotora del Servicio de Compensación y Liquidación.

**PELLICER, Miguel.** Economista, Subjefe de Oficina en el Banco de España. Ha sido Subjefe de Operaciones, teniendo a su cargo el área de mercados monetarios; actualmente, es adjunto al Director General responsable del Servicio de Estudios. Es profesor de «Sistema Financiero Español» en el Centro de Formación del Banco de España, y de «Mercados Financieros» en la Fundación Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI).

**PEREDA, Ana I.** Nació en 1960. Licenciada en Periodismo por la Universidad Complutense de Madrid. Tras breves experiencias en la radio, fue redactora de economía, empresas y temas de la CEE en *Actualidad Económica* entre 1981 y 1985. En 1984 fue nombrada coordinadora de *Euro* y posteriormente directora de esta publicación. Formó parte del equipo fundacional del diario *Expansión*, del que es jefe de la Sección de Finanzas desde 1987. A finales de 1990 pasó una estancia profesional en el *Financial Times*, en el que escribió sobre la situación de la economía y la Bolsa españolas y sobre mercados europeos.

**PIZARRO MORENO, Manuel.** Nació en Teruel en 1951. Licenciado en Derecho por la Universidad Complutense de Madrid (1973), Abogado del Estado (1978) y Agente de Cambio y Bolsa (1987). Ha prestado servicios como Abogado del Estado en Tarragona (1978), y ha sido: Director General Jefe de la Asesoría Jurídica (1979) y Secretario del Consejo de Gobierno (1981) de la Diputación General de Aragón; Subdirector General de Cooperación con las Comunidades Autónomas (1982); Secretario General Técnico (1982) y Jefe de la Asesoría Jurídica (1983) del Ministerio de Administración Territorial, y asesor jurídico de la Secretaría de Estado de Economía y Planificación (1983); Subdirector General de Expropiaciones de la Dirección General del Patrimonio del Estado; Secretario General de «La Lactaria Española»; Presidente de Ibercaja Servicios Financieros; Presidente y Consejero Delegado de Ibersecurities, A. V. B. (1988), y Vocal del Comité Consultivo de la CNMV (1990). Actualmente es Presidente de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Madrid.

**SAMPER REIG, José.** Nació en Valencia en 1933. Es Licenciado por la Facultad de Derecho de Valencia. Después de haber desempeñado cargos como Corredor de Comercio, pasó a ser Agente de Cambio y Bolsa en 1980, fecha de creación de la Bolsa de Valencia. Miembro fundador de la agencia de valores y bolsa Cano, Piquer, Samper. Fue elegido Presidente de la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores de Valencia y Secretario del Consejo de Administración de la Sociedad de Bolsas. Presidente del Comité de Dirección de la Fundación de Estudios Bursátiles y Financieros.

**SANCHEZ ANDRES, Aníbal.** Licenciado (1963) y Doctor (1972) en Derecho por la Universidad de Salamanca; Diplomado de la

Escuela de Práctica Jurídica (1963). Catedrático numerario de la Escuela de Comercio de Jerez (1967) y de la de Altos Estudios Mercantiles de Bilbao (1968-1970). Profesor adjunto y profesor agregado por oposición (1975) de Derecho Mercantil en la Universidad Autónoma de Madrid; Catedrático por oposición de la misma materia y en la misma Universidad a partir de 1977. Ha sido Letrado de la Bolsa de Bilbao (1969-1970) y Decano de la Facultad de Derecho de la Universidad Autónoma de Madrid durante los años 1986, 1987 y 1988. Desde 1988 es Consejero de la CNMV. Se encuentra en posesión de la Cruz de Honor de la Orden de San Raimundo de Peñafort.

**SERNA MASIA, José.** Nació en Albacete en 1942. Licenciado

en Derecho por la Universidad Complutense de Madrid. En 1971, ingresó por oposición en el Cuerpo de Abogados del Estado del Ministerio de Economía y Hacienda, del que es excedente desde 1981. Entre 1976 y 1985 fue asesor jurídico de la Bolsa de Madrid; entre 1986 y 1989, Agente de Cambio y Bolsa por oposición de la Bolsa de Barcelona; en 1988, Consejero de Interdealers, SVB, S. A.; desde 1989 es Vicepresidente-Consejero de Interdealers, S. V. B.; miembro de las Bolsas de Madrid y Barcelona. Presidente de la Bolsa de Barcelona; desde 1990-1991, Vicepresidente de la Sociedad de Bolsas de España, y desde 1991, Vicepresidente de MOFEX, Vicepresidente de la Asociación Centre Financer Europeu y Presidente de la Sociedad de Bolsas de España.

**CAJAS DE AHORROS  
CONFEDERADAS**

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL  
DE ALBACETE  
**ALBACETE**

CAJA DE AHORROS  
DEL MEDITERRANEO  
**ALICANTE**

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL  
DE ALICANTE Y VALENCIA  
**ALICANTE**

CAJA DE AHORROS DE AVILA  
**AVILA**

MONTE DE PIEDAD  
Y CAJA GENERAL DE AHORROS  
DE BADAJOZ  
**BADAJOZ**

CAJA DE AHORROS  
Y PENSIONES  
DE BARCELONA  
**BARCELONA**

CAJA DE AHORROS DE CATALUÑA  
**BARCELONA**

BILBAO BIZKAIA KUTXA  
**BILBAO**

CAJA DE AHORROS  
Y MONTE DE PIEDAD  
DEL CIRCULO CATOLICO  
DE OBREROS DE BURGOS  
**BURGOS**

CAJA DE AHORROS MUNICIPAL  
DE BURGOS  
**BURGOS**

CAJA DE AHORROS  
Y MONTE DE PIEDAD DE EXTREMADURA  
**CACERES**

CAJA DE AHORROS Y PRESTAMOS  
DE CARLET  
**CARLET (VALENCIA)**

CAJA DE AHORROS  
DE VALENCIA, CASTELLON  
Y ALICANTE (BANCAJA)  
**CASTELLON**

MONTE DE PIEDAD  
Y CAJA DE AHORROS DE CORDOBA  
**CORDOBA**

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS  
DE CORDOBA  
**CORDOBA**

CAJA DE AHORROS DE GALICIA  
**LA CORUÑA**

CAJA DE AHORROS  
DE CUENCA Y CIUDAD REAL  
**CUENCA**

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL  
DE GIRONA  
**GIRONA**

CAJA GENERAL DE AHORROS  
Y MONTE DE PIEDAD DE GRANADA  
**GRANADA**

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL  
DE GUADALAJARA  
**GUADALAJARA**

CAJA PROVINCIAL DE AHORROS  
DE JAEN  
**JAEN**

CAJA DE AHORROS DE JEREZ  
**JEREZ DE LA FRONTERA (CADIZ)**

CAJA ESPAÑA DE INVERSIONES  
**LEON**

CAJA DE AHORROS DE LA RIOJA  
**LOGROÑO**

CAJA DE AHORROS  
Y MONTE DE PIEDAD DE MADRID  
**MADRID**

CAJA DE AHORROS DE RONDA,  
CADIZ, ALMERIA, MALAGA  
Y ANTEQUERA (UNICAJA)  
**MALAGA**

CAJA DE AHORROS COMARCAL  
DE MANLLEU  
**MANLLEU (BARCELONA)**

CAJA DE AHORROS DE MANRESA  
**MANRESA (BARCELONA)**

CAJA DE AHORROS LAYETANA  
**MATARO (BARCELONA)**

CAJA DE AHORROS DE MURCIA  
**MURCIA**

CAJA DE AHORROS  
Y MONTE DE PIEDAD  
DE ONTENIENTE  
**ONTENIENTE (VALENCIA)**

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL  
DE ORENSE  
**ORENSE**

CAJA DE AHORROS DE ASTURIAS  
**OVIEDO**

CAJA DE AHORROS  
Y MONTE DE PIEDAD  
DE LAS BALEARES  
**PALMA DE MALLORCA**

CAJA INSULAR DE AHORROS  
DE CANARIAS  
**LAS PALMAS DE GRAN CANARIA**

CAJA DE AHORROS  
Y MONTE DE PIEDAD MUNICIPAL  
DE PAMPLONA  
**PAMPLONA**

CAJA DE AHORROS DE NAVARRA  
**PAMPLONA**

CAJA DE AHORROS DE POLLENSA  
**POLLENSA** (BALEARES)

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL  
DE PONTEVEDRA  
**PONTEVEDRA**

CAJA DE AHORROS DE SABADELL  
**SABADELL** (BARCELONA)

CAJA DE AHORROS Y SOCORROS  
DE SAGUNTO  
**SAGUNTO** (VALENCIA)

CAJA DE AHORROS  
DE SALAMANCA Y SORIA  
**SALAMANCA**

CAJA DE AHORROS  
Y MONTE DE PIEDAD DE GUIPUZCOA  
Y SAN SEBASTIAN  
**SAN SEBASTIAN**

CAJA GENERAL DE AHORROS  
DE CANARIAS  
**SANTA CRUZ DE TENERIFE**

CAJA DE AHORROS  
DE SANTANDER Y CANTABRIA  
**SANTANDER**

CAJA DE AHORROS  
Y MONTE DE PIEDAD DE SEGOVIA  
**SEGOVIA**

MONTE DE PIEDAD  
Y CAJA DE AHORROS  
DE HUELVA Y SEVILLA  
**SEVILLA**

CAJA SAN FERNANDO  
**SEVILLA**

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL  
DE TARRAGONA  
**TARRAGONA**

CAJA DE AHORROS DE TERRASSA  
**TERRASSA** (BARCELONA)

CAJA DE AHORROS PROVINCIAL  
DE TOLEDO  
**TOLEDO**

CAIXA VIGO  
**VIGO** (PONTEVEDRA)

CAJA DE AHORROS DEL PENEDES  
**VILAFRANCA DEL PENEDES**  
(BARCELONA)

CAJA DE AHORROS  
DE VITORIA Y ALAVA (CAJA VITAL)  
**VITORIA**

CAJA DE AHORROS  
Y MONTE DE PIEDAD DE ZARAGOZA,  
ARAGON Y RIOJA (IBERCAJA)  
**ZARAGOZA**

CAJA DE AHORROS  
DE LA INMACULADA DE ARAGON  
**ZARAGOZA**

## PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

### Ultimos números publicados:

- N.º 42. España, una economía de servicios.
- N.º 43. Política monetaria y sistema financiero español.
- N.º 44. Transformación financiera en España.
- N.º 45. La España desigual de las Autonomías
- N.º 46. Cajas de Ahorros: el reto de los años noventa
- N.º 47. Cajas de Ahorros: estrategias ante el futuro
- N.º 48. Sector público y mercado único
- N.º 49. Los mercados financieros españoles

## Suplementos sobre el sistema financiero de PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

### Ultimos números publicados:

- N.º 29. Nuevos mercados financieros y gestión de tesorería.
- N.º 30/31. Ordenación financiera de las Comunidades Autónomas. Cajas de Ahorros.
- N.º 32. La fiscalidad de las operaciones y mercados financieros.
- N.º 33. Política monetaria, política presupuestaria y mercados financieros.
- N.º 34. La nueva Bolsa.
- N.º 35. La inversión colectiva y la distribución de la deuda pública: los Fondtesoro.
- N.º 36. Compensación y liquidación de valores mobiliarios

## ECONOMIA DE LAS COMUNIDADES AUTONOMAS

### Ultimos números publicados:

- N.º 6. Navarra.
- N.º 7. Murcia.
- N.º 8. Baleares.
- N.º 9. País Vasco.
- N.º 10. Aragón.

## ESTUDIOS DE LA FUNDACION

- N.º 1. La política agrícola común y su aplicación en España.
- N.º 2. El debate sobre la flexibilidad del mercado de trabajo.
- N.º 3. Comentarios a la Ley de disciplina e intervención de las entidades de crédito.
- N.º 4. La localización industrial en España. Factores y tendencias.
- N.º 5. Comentarios a la Ley de disciplina e intervención de las entidades de crédito (segunda edición revisada)







# PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA

## ULTIMOS NUMEROS PUBLICADOS

- Núm. 39/40: La Empresa Privada en España  
Núm. 41: Integración en la CEE  
y Política Económica de los Noventa  
Núm. 42: España: Una Economía de Servicios  
Núm. 43: Política Monetaria  
y Sistema Financiero Español  
Núm. 44: Transformación Financiera en España  
Núm. 45: La España desigual de las Autonomías  
Núm. 46: Cajas de Ahorros: el reto de los años noventa  
Núm. 47: Cajas de Ahorros: estrategias ante el futuro  
Núm. 48: Sector público y mercado único  
Núm. 49: Los mercados financieros españoles

### «PAPELES DE ECONOMIA ESPAÑOLA»

Juan Hurtado de Mendoza, 14. 28036 Madrid. Teléf. 250 44 00.

#### BOLETIN DE SUSCRIPCION

<input type="checkbox"/>	<b>AÑO 1990</b>		
<input type="checkbox"/>	Número suelto .....	2.000 (*)	
<input type="checkbox"/>	Suscripción números 42, 43, 44, 45 .....	6.300 (*)	
<input type="checkbox"/>	Extranjero .....	7.300	
<input type="checkbox"/>	<b>AÑO 1991</b>		
<input type="checkbox"/>	Número suelto .....	2.000 (*)	
<input type="checkbox"/>	Suscripción números 46, 47, 48, 49 .....	6.800 (*)	
<input type="checkbox"/>	Extranjero .....	8.000	
		(*) Incluido 6 % I.V.A.	
El pago lo efectuaré:			
<input type="checkbox"/>	Contra reembolso del primer envío	<input type="checkbox"/>	Giro postal Núm. ....
<input type="checkbox"/>	Domiciliación bancaria (facilitenos sus datos y autorización en hoja aparte)	<input type="checkbox"/>	Talón bancario adjunto.
Nombre o Razón Social .....			
Actividad o Departamento .....			
Domicilio .....			
Ciudad .....			
Provincia o país .....			
Teléfono .....			
D.P. ....			
Fecha .....			
Firma o sello, .....			

