



LA REFORMA DE LA POST-CONTRATACIÓN DE VALORES EN ESPAÑA

Jesús Benito
Consejero Delegado de **IBERCLEAR**

Ignacio Solloa
Consejero Director General de **BME CLEARING**

INTRODUCCIÓN A LA POST-CONTRATACIÓN

La post-contratación consiste en un conjunto de normas y procesos que permiten la acreditación de los derechos sobre los valores, así como el intercambio de dichos valores y los importes efectivos pactados en la contratación. Los valores se registran mediante anotaciones en cuentas abiertas en entidades que son parte de las infraestructuras de mercado, los Depositarios Centrales de Valores (DCVs). La primera anotación de valores, tras la emisión y su alta en el correspondiente registro informático del DCV constituye la función notarial del depositario central de valores. Los valores emitidos son suscritos por inversores, por lo que el DCV debe facilitar los procesos de pago de la emisión, así como el correspondiente registro de las unidades adjudicadas en las cuentas de los inversores reconociéndoles su propiedad. Una vez realizada esta tarea, la emisión puede ser admitida a cotización.

La anotación de los valores suscritos en las respectivas cuentas de los inversores da lugar a lo que se conoce como Servicios de Registro y Custodia de los valores: las asignaciones son anotadas en cuentas generales de terceros clientes en los participantes de los DCVs y, a su vez, en las cuentas de detalle de los mismos en los sistemas informáticos de dichos participantes. Una vez

anotados los valores y liquidados los efectivos de la primera emisión, durante la vida de los valores, los intermediarios financieros y la infraestructura de mercado, el DCV, custodiarán los títulos. Esta función implica procesar los eventos corporativos a que haya lugar, como por ejemplo: pagos de cupón o de dividendos, según sean valores de renta fija o de renta variable; facilitar el derecho de asistencia a Junta y el correspondiente derecho de voto en caso de los accionistas o Juntas de bonistas; atender a las instrucciones de los inversores cuando tengan que decidir entre acudir o no a ampliaciones de capital o entre escoger un dividendo en efectivo o en nuevas acciones; facilitar el cumplimiento fiscal; etc.

Asimismo, los intermediarios financieros y las infraestructuras de mercado, velarán por que los inversores puedan cumplir con las obligaciones que se derivan de las operaciones de compraventa de los valores en los mercados secundarios, con lo que facilitarán que el vendedor entregue valores al mismo tiempo que recibe el cobro de los mismos al precio acordado en los procesos de contratación y viceversa, cuando el inversor compra valores en los mercados secundarios. Todo ello se realiza bajo el estricto cumplimiento del principio de entrega contra pago, fundamental para la seguridad de unos mercados de valores que tratan de evitar que se materialice el denominado riesgo de principal.



El riesgo de principal es aquél en el que el vendedor o el comprador, por la circunstancia que sea, no pueda cumplir con una de las partes del negocio jurídico, los valores o el efectivo. Para evitar este riesgo, los DCVs establecen la infraestructura necesaria para asegurar que quien paga por los valores que compra, recibe los títulos acordados en tiempo y forma, así como que el que vende y entrega los mismos, recibe los efectivos pactados en el momento de la venta. Estamos ante la función de la liquidación de los mercados de valores.

Adicionalmente al riesgo de principal, en los procesos de liquidación surgen otros riesgos que pueden comportar que la entrega o el pago de una operación acordada en los mercados secundarios fallen, es decir, no se liquide en la fecha y de la forma acordada en el momento de la contratación. Este riesgo, denominado de contrapartida, puede inducir fallos en la liquidación de otras operaciones del mercado. Por ejemplo, podría suceder que un inversor compre unos valores que se liquidan una fecha y a su vez venda con liquidación en la misma fecha. Esta concatenación de operaciones puede producir un efecto dominó que implique que el fallo en la liquidación de una de ellas cause fallos en otras relacionadas, generando fallos en cadena que pueden afectar al correcto funcionamiento de los procesos globales de liquidación de los mercados provocando, en consecuencia, una situación de riesgo sistémico.

Otro factor de riesgo posible proviene de los procesos de neteo de la operativa que se ejecutan en los mercados de valores. Con el objetivo de simplificar al máximo el número de operaciones a liquidar diariamente en el DCV, los altos niveles de contratación alcanzados en los últimos veinte años se han simplificado a la hora de liquidarse mediante el denominado proceso de compensación de la operativa. Básicamente esto consiste en netear los valores y efectivos a entregar y recibir por cada intermediario financiero por todas las operaciones que tiene que liquidar cada día.

Cuando como ocurre en la actualidad se procesan miles de operaciones diarias en cada intermediario financiero, las ventajas de este sistema

se multiplican exponencialmente. De igual forma, también se multiplican los riesgos de liquidación, es decir, el riesgo de que un fallo en la liquidación de un intermediario financiero afecte al conjunto de los que compensan (netean) su operativa junto con el incumplidor, aumentando en razón del posible efecto dominó comentado.

Precisamente para tratar de controlar y minimizar ese riesgo sistémico, una vez que se definió la Reforma del sistema de compensación y liquidación de valores en España, quedó claro que uno de los objetivos era desplazar la firmeza de las operaciones desde la contratación hasta el entorno de la liquidación. En ese momento la posibilidad de introducir los servicios de una entidad de contrapartida central (ECC) cobró fuerza ya que la interposición (novación) genera básicamente los siguientes beneficios:

- Garantizar el buen fin de las operaciones.
- Gestionar el riesgo de contrapartida, minimizando el riesgo ante posibles incumplimientos por parte de los agentes involucrados.
- Simplificar la liquidación de las operaciones, realizando previamente a la misma una compensación de valores y efectivos, consiguiendo de esta manera minimizar el volumen de valores y de efectivo que se llevan a liquidar.
- Reducir los requisitos de capital exigibles a los participantes por la reducción de las exposiciones y porque éstas son frente a una ECC.
- Utilizar los mecanismos de resolución de incidencias de la ECC.

A modo de resumen podemos decir que las infraestructuras del mercado de valores que se dedican a dar servicios en el área de la post-contratación son básicamente dos: las ECCs y los DCVs. Las primeras se centran en ofrecer servicios de interposición y neteo de las instrucciones a liquidar y en gestionar de forma profesional el riesgo de contrapartida con el objetivo de minimizar el riesgo sistémico en los mercados a los que sirve. Por su parte, las funciones básicas de los



DCVs son tres: el registro central de emisiones y la representación anotada de los valores emitidos; la custodia y gestión de cualquier evento corporativo de los valores anotados; y, por último, liquidar centralmente las operaciones del primer y segundo mercado, facilitando la entrega y recepción de los valores vendidos/comprados y su correspondiente cobro/pago de los efectivos acordados.

EL SECTOR DE LA POST-CONTRATACIÓN EN EUROPA. UN ANÁLISIS PREVIO. (1990-2015)

A primeros de los años noventa, el sector de las infraestructuras de mercado de valores se caracterizaba, en la mayoría de los países de la Unión Europea, por contar en cada país con uno o dos DCVs, tratándose en este último caso de una entidad de carácter privado para los valores de emisores corporativos y el Banco Central correspondiente para la deuda pública. Casos especiales eran el Reino Unido con cuatro Depositarios Centrales y España que tuvo hasta seis durante algunos años.

Tras la firma del Tratado de Maastricht en 1992 tuvo lugar un proceso de consolidación que, primero, fue nacional entre las distintas DCVs de cada país. Este proceso tuvo pocas excepciones: Bélgica, Grecia y Portugal, que mantuvieron dos DCVs y España, que pese a fusionar en IBERCLEAR, CADE (la central de deuda pública del Banco de España) y el SCLV, siguió contando con las SCL locales de las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Barcelona, Bilbao y Valencia.

Con la llegada del euro en 1999, tuvieron lugar las fusiones de DCVs de varios países en torno a dos grupos liderados, cada uno, por Depositarios de Valores Internacionales, (ICSDs) figura mixta que se corresponde con los Depositarios Centrales *stricto sensu* para eurobonos emitidos en sus libros y con custodios globales para los valores emitidos en DCVs nacionales; es el caso de Euroclear y Clearstream.

Asimismo, en los primeros años del nuevo siglo surgió una nueva figura, las ECCs, prove-

niente de los mercados de derivados donde el plazo de los contratos registrados suponía un riesgo de contrapartida mayor que en los mercados de contado.

En este contexto, el coste elevado de la compensación y liquidación de los valores transfronterizos frente a los domésticos, era señalado como uno de los problemas para conseguir una verdadera unión financiera en el seno de la Unión Europea (UE), capaz de competir en el entorno cada vez más global y competitivo de los mercados de capitales.

Para tratar de armonizar los procesos de post-contratación de los países de la UE entre 2001 y 2005 se publicaron los conocidos como Informes Giovannini que incluían muchas recomendaciones para avanzar en una mayor integración del sector en Europa.

Estas iniciativas no fueron suficientes para conseguir una liquidación transfronteriza tan eficiente y económica como la aplicada a escala nacional, por lo que surgieron nuevas propuestas buscando este objetivo. En julio de 2006 se lanzó un nuevo proyecto impulsado por los Bancos Centrales para tratar de armonizar la liquidación transfronteriza: TARGET2 Securities (T2S). Se trata de un desarrollo de gran envergadura que persigue la creación de una plataforma tecnológica común para los DCVs y los Bancos Centrales en donde de forma integrada se liquide toda la operativa europea de los mercados de valores.

T2S gestionará todas las cuentas de valores de los participantes abiertas en los DCVs, así como todas sus cuentas de efectivo en donde liquidan la operativa proveniente de los mercados de valores. Con ello la liquidación doméstica puede procesarse exactamente igual que la transfronteriza, de manera que se puede hablar de una liquidación sin fronteras entre los países representados por los 24 DCVs europeos.

Además, T2S se ha configurado como un catalizador en pro de una armonización profunda de todas las prácticas de post-contratación y no sólo las de liquidación. Así, auspiciado por un grupo de trabajo de T2S, en el «*Harmonization Steering Group*» se está avanzando en los procesos de



armonización concernientes a áreas como los eventos corporativos, las Juntas Generales y los derechos de voto, los procesos de retención y devoluciones fiscales, etc.

La otra propuesta europea necesaria para avanzar en la convergencia operativa y procedimental necesariamente tenía que ser un adecuado marco legal y normativo que permitiera la armonización. De esta manera, son dos las piezas básicas de la arquitectura del mercado de valores europeo. Por un lado, el Reglamento de Infraestructuras de Mercado (EMIR, «*European Market Infrastructure Regulation*») que regula, entre otras materias, a las ECCs y, por otro, el Reglamento de Depositarios Centrales de Valores («*CSDR, Central Securities Depositories Regulation*»).

EL SISTEMA ACTUAL DE LA POST-CONTRATACIÓN EN ESPAÑA

El sector de las infraestructuras de los mercados de valores en España tiene unas peculiaridades que lo diferencian respecto a las europeas. Ya se ha comentado que en España, tras la unificación en IBERCLEAR del registro y liquidación de la Deuda Pública con la renta fija privada y la renta variable de ámbito estatal, se ha seguido contando con sistemas de compensación, liquidación y registro en las Rectoras de las Bolsas de Valores de Barcelona, Bilbao y Valencia, donde se procesan exclusivamente los valores de ámbito local.

Sin embargo, las peculiaridades de nuestro sistema son de importancia en otros aspectos; IBERCLEAR tiene dos plataformas técnicas diferenciadas para registrar y liquidar valores: una, CADE, para la renta fija y otra, SCLV, para la renta variable.

La renta fija se liquida en España, en general, de forma similar al resto de Europa; es decir, mediante saldos disponibles en las cuentas de valores de las entidades participantes en el DCV. Cada entidad participante autorizada a gestionar valores por cuenta de sus clientes dispone en los libros del DCV de dos cuentas que gestiona. Una, la Cuenta Propia, en la que se anotan los saldos

propiedad de la entidad participante y la denominada Cuenta de Terceros, en la que se registran de forma global la suma de todos los saldos de sus clientes.

Sin embargo, para la renta variable, en la plataforma SCLV, se exige además de saldo suficiente, la entrega al sistema de un número identificativo del origen de los valores en el momento de su adquisición, ya fuera a título lucrativo (donación, legado...) o a título oneroso. Este código, que identifica la causa y la fecha en que los valores fueron adquiridos por su propietario, se denomina Referencia de Registro (RR). En este caso el sistema del DCV controla que cada uno de los saldos de valores de las cuentas de sus entidades participantes, ya sean Cuenta Propia o Cuenta de Terceros, esté amparado por las distintas RRs que dieron lugar a dicho saldo. Las entidades participantes, a su vez, llevan el control entre el saldo, la RR y los detalles de la titularidad de cada RR-saldo por cada código valor.

Este procedimiento otorga una elevada seguridad al sistema y una gran protección al inversor, por cuanto le confiere mucha trazabilidad a disposición del supervisor, a la vez que mitiga los riesgos derivados del denominado «depósito irregular», es decir, que las entidades participantes del DCV puedan, por error, negligencia o dolo, utilizar valores de unos clientes para liquidar operaciones de otros.

El sistema de RRs está vigente desde la creación del DCV español en 1992 y ha sido capaz de adaptarse para poder afrontar un crecimiento exponencial de la contratación en la Bolsa española y, consecuentemente, de su liquidación en IBERCLEAR. Asimismo, no ha sido obstáculo alguno para que la inversión no residente en valores de renta variable española haya llegado a niveles elevados de hasta el 80% del total contratado en la Bolsa española.

Otra de las características del sistema español es la dualidad del servicio del DCV. Por un lado, IBERCLEAR es hoy un DCV como cualquier otro Depositario Central europeo, si bien con las características exclusivas españolas que estamos comentando. Pero, además, gestiona una función de



compensación, que si bien otros DCVs en Europa también realizaban, han dejado de ofrecer.

Nos estamos refiriendo a la función de Mecanismo de Garantía («*Guarantee Arrangement*») que realiza IBERCLEAR para la renta variable española. Esta función es muy similar a la que las ECCs realizan con su proceso de gestión de los riesgos de contrapartida. Sin embargo, a diferencia de las ECCs, IBERCLEAR no realiza novación, es decir, no se interpone en nombre propio entre comprador y vendedor, sino que es el conjunto del sistema, es decir todas las entidades participantes en el SCLV, las que tendrían que afrontar el riesgo de que la Fianza en Garantía del Mercado aportada por todos ellos no fuera suficiente en caso de producirse un fallido en los procesos de liquidación de la renta variable.

En consecuencia, el actual modelo de post-contratación de la renta variable española es también *sui generis* al no existir una entidad especializada en la gestión y asunción de los riesgos de contrapartida, sino ser el propio DCV el que, además de sus tres funciones básicas (registro notarial de la emisión, custodia central de los valores y liquidación central de la operativa), realiza una cuarta consistente en la compensación y gestión del riesgo de contrapartida.

Otra cuestión que exige una normalización en el ámbito europeo, es el momento en que se establece la Firmeza de las instrucciones a liquidar sobre la renta variable. En España conforme a la Directiva europea de la Firmeza, una instrucción de liquidación está protegida en el caso de que una entidad participante en el sistema de liquidación entre en concurso de acreedores, desde el momento en que dicha instrucción ha sido admitida en el sistema. Dicho momento lo define cada sistema de liquidación de valores en sus reglas de funcionamiento. Así, para el caso de la renta variable, en la actualidad dicha firmeza está en el entorno de la contratación, en concreto desde el momento en que las Bolsas españolas envían a IBERCLEAR el fichero con la operativa contratada en fecha de contratación. En otros países y sistemas este momento de entrada está definido en procesos más próximos temporalmente a la liquidación.

LA REFORMA ESPAÑOLA DE LA POST-CONTRATACIÓN

Dada la situación descrita era inevitable iniciar una profunda revisión de los procesos normativos y operativos de la post-contratación española. Los antecedentes de la misma cabe fecharlos en diciembre de 2007 con la elaboración de un documento conjunto entre el Banco de España y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). Dicho documento se retomaría con una consulta pública al mercado que se inició en febrero de 2010 y casi un año después, en enero de 2011, se publicó por parte de la CNMV un documento con el detalle general de la propuesta de Reforma del sistema español de compensación, liquidación y registro.

Como aspectos básicos de esta Reforma destacan:

- La introducción de una Entidad de Contrapartida Central (ECC).
- La adopción de cambios en el momento de la firmeza en el Depositario Central de Valores (DCV).
- La eliminación del Principio de Aseguramiento de la Entrega.
- La liquidación exclusiva por saldos eliminando las Referencias de Registro.
- La normalización de la llevanza del registro de detalle por parte de las entidades participantes del DCV.
- El establecimiento de una base de datos gestionada por el DCV, IBERCLEAR, con los detalles de la titularidad, que permita la eficiente trazabilidad y supervisión del sistema.

BME CLEARING: SU NUEVO PAPEL COMO INFRAESTRUCTURA EN EL MERCADO

INTRODUCCIÓN A LAS ENTIDADES DE CONTRAPARTIDA CENTRAL

Las Entidades de Contrapartida Central, ECC o CCP en su acrónimo inglés o cámaras de com-



pensación o «*Clearing Houses*» como también son llamadas, se desarrollan junto a los mercados de derivados americanos. Los productos derivados tienen dos características que les hacen muy propensos al llamado riesgo de contrapartida que, de manera general, puede definirse como el proveniente de que una de los dos contrapartes de un acuerdo no cumpla con el mismo. De forma más específica, en el mundo de los derivados o en el mundo de la liquidación de valores, este riesgo de contrapartida es el riesgo de que una de las contrapartes de la operación no realicen la liquidación de la misma. Las dos características de los productos derivados que inciden especialmente en el riesgo de contrapartida son las de su alto apalancamiento y que puede existir un largo periodo de tiempo entre la negociación y la liquidación de los contratos.

Enumeramos los principios de gestión de riesgo que utiliza una ECC:

- Existencia de un miembro compensador de la cámara que se hace responsable solidario frente a la ECC de todas sus operaciones y de las de sus clientes.
- Existencia de otros miembros de la cámara, que no son compensadores en el sentido de que no son directamente responsables frente a la ECC y necesitan, por tanto, de un miembro compensador que se haga responsable de ellos frente a la cámara y les compense. Estos miembros llamados no compensadores son miembros de los mercados y, por su papel en el mismo les interesa tener un rol en la cámara, pero su negocio es realmente el de la ejecución y es por ello que necesitan los servicios de una entidad especializada en la compensación para que procese sus operaciones en la cámara.
- Interposición de la cámara entre el comprador y vendedor de una operación de un mercado. De esta manera, la ECC actúa como contrapartida del miembro compensador de la parte compradora y como contrapartida del miembro compensador de la parte vendedora. A esta

interposición se le llama novación. Con ella se extinguen los derechos y obligaciones que tenía el comprador con el vendedor y viceversa y nacen los mismos derechos y obligaciones pero esta vez de la cámara con el comprador y, por otro lado, de la cámara con el vendedor.

- Compensación de los derechos y obligaciones que tiene la cámara con cada uno de los participantes de la misma. Dado que la ECC es contraparte de todas las operaciones, la ECC, en función de su regulación, produce un neto o compensación de modo que cada participante en la cámara y la propia cámara es sólo responsable de las obligaciones derivadas de la posición neta.
- Introducción de un sistema de garantías relacionado con la posición pendiente de liquidar, de modo que la garantía se calcula en función del tamaño y del riesgo de precio de la misma. Las mejoras informáticas y de comunicación de sistemas, hacen posible que estas garantías por la posición se controlen y requieran prácticamente en tiempo real.
- Como complemento de la garantía por posición, se exigen garantías relacionadas con la solvencia del miembro compensador y, adicionalmente, de una garantía colectiva solidaria (o *default fund*) entre todos los miembros compensadores. El objetivo de esta garantía colectiva es reforzar las líneas de defensa de la ECC, de forma que en el hipotético caso de que las garantías exigidas a los miembros, tanto las relacionadas con su posición pendiente como las prudenciales adicionales, fueran insuficientes, se pueda restituir el equilibrio de la ECC mediante un fondo solidario al que han contribuido todos los miembros de forma proporcional a su actividad y riesgo.
- La entidad de contrapartida central está dotada de mecanismos legales que le proveen de una gran seguridad jurídica.



INICIATIVAS REGULATORIAS RELACIONADAS CON LAS ENTIDADES DE CONTRAPARTIDA CENTRAL

En los últimos años las entidades de contrapartida central han ido cobrando una mayor relevancia y, como consecuencia, han sido objeto de distintas actuaciones por parte de las autoridades, a nivel mundial.

En 2004 el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS) y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) emitieron un documento conjunto de recomendaciones para el desempeño de la función de las ECC. Entre las principales recomendaciones de dicho documento se pueden destacar: i) la necesidad de un sistema legal sólido, transparente y aplicable; ii) la identificación, medición, seguimiento y limitación de cada clase de riesgo asumido y la exigencia de garantías y medidas acordes a los mismos; iii) la adecuación de los recursos de la ECC y de los participantes; iv) disponer de procedimientos para liquidación en efectivo y por entrega; y v) tener unos protocolos claros y públicos sobre eficiencia, gobierno, transparencia, supervisión y gestión de incumplimientos.

Estas recomendaciones de CPSS-IOSCO se habían publicado antes de la gran crisis financiera en la que los productos derivados jugaron un papel relevante. Como consecuencia de ello, el 25 de septiembre de 2009, en una reunión del foro del grupo de los veinte (G-20), se acordó que «todos los contratos de derivados OTC estandarizados deberían ser negociados en mercados o plataformas electrónicas de negociación, cuando fuera posible, y ser compensados a través de entidades de contrapartida central al final de 2012».

Esto claramente suponía un impulso a la actividad de las entidades de contrapartida central que acogieron este nuevo flujo de derivados OTC que deben compensarse en una cámara, pero suponía asimismo un motivo de preocupación para las autoridades, ya que las ECC se convierten en sistémicas.

Para dar continuidad a este proceso, tanto en Estados Unidos como en Europa surgen iniciati-

vas que persiguen aumentar y homogeneizar la regulación de las ECC, que hasta entonces habían tenido una regulación de tipo nacional. En Europa se publica en julio de 2012 el Reglamento 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones (EMIR) y, posteriormente, también se publican una serie de normas técnicas de regulación que desarrollan extensamente el nuevo Reglamento.

EMIR regula con mucho detalle la autorización y supervisión de las ECC, los requisitos de capital, la cooperación supervisora transnacional, los requisitos organizativos, las normas sobre conflictos de interés, el gobierno corporativo de la ECC, las normas de conducta, los requisitos prudenciales (requisitos en materia de garantías, el fondo de garantía frente a incumplimientos, los procedimientos en caso de incumplimiento o el cálculo de riesgo en situaciones de estrés financiero).

UTILIZACIÓN DE ECCS PARA LA LIQUIDACIÓN DE VALORES DE RENTA VARIABLE

Durante los últimos años se ha generalizado en numerosos mercados, tanto regulados como no regulados, la utilización de una ECC, como paso previo a la liquidación de los valores de renta variable y al registro/custodia de los mismos.

Este desarrollo no se ha debido tanto a la urgencia de la gestión del riesgo de contrapartida sino al interés en contar con los mecanismos antes comentados de novación y compensación, que simplifican y reducen riesgos en el proceso de liquidación.

Se puede definir los procesos de cámara en un sentido amplio como el conjunto de procesos de recepción y aceptación de las operaciones recibidas, la transformación, conciliación, compensación de saldos y confirmación de las instrucciones de liquidación que tiene por objeto determinar las posiciones de valores y de efectivo que han de llevarse después a la fase de la liquida-



ción, para lo cual se calcula, para cada participante y para cada ISIN contratado en una sesión de mercado, en un complejo sistema de cuentas, el total efectivo a pagar (recibir) y el número de valores a recibir (entregar). Gracias a este proceso previo, la liquidación de los valores se realiza de una forma más eficiente en el sistema de liquidación donde cada participante realiza la entrega (recepción) de los valores recibiendo (entregando) a su vez el efectivo, de acuerdo con los saldos proporcionados por la fase de compensación.

PROCESOS OPERATIVOS DE BME CLEARING COMO ECC

Conviene recordar que el actual sistema de post-contratación de valores de renta variable en España funciona desde hace años con gran eficiencia y con gran seguridad jurídica. Por tanto, la Reforma se realiza con el objetivo de corregir ciertas especificidades del sistema para hacerlo aún más eficiente y para que este mejor adaptado para asumir los cambios que se avecinan en los próximos años.

A continuación, se desarrollan con un cierto detalle los distintos aspectos de la operativa prevista por BME CLEARING.

Miembros compensadores

La estructura de diferentes tipos de miembros compensadores es la habitual en una ECC. Existen los miembros compensadores individuales, que se responsabilizan de su actividad por cuenta propia y la de sus clientes y los miembros compensadores generales que se responsabilizan igualmente de su actividad y la de sus clientes, pero que adicionalmente pueden adquirir la responsabilidad de los miembros no compensadores. Para ambos tipos de miembros compensadores, cuando se habla de responsabilidad se incluyen también los movimientos de efectivo con la cámara y la constitución de garantías.

Miembros no compensadores

La ECC admite también miembros no compensadores, como es habitual en otras ECC. Los miembros no compensadores son entidades que son miembros negociadores en el ámbito de la contratación por lo que les interesa participar en la cámara, siendo miembros de ésta pero sin llegar a la responsabilidad de un miembro compensador. Por esta razón mantienen una relación con un miembro compensador general para la compensación de su actividad.

Estructura de cuentas

La estructura de cuentas se adecúa al resto de las ECC europeas. Se mantienen Cuentas Propias, Cuentas de Cliente Individual (Individual Segregated Account) y Cuentas de Clientes con Segregación General (Omnibus Segregated Account).

Todas las cuentas abiertas en BME CLEARING deben tener asociada una cuenta de liquidación de una entidad participante de IBERCLEAR, de modo que las transacciones anotadas en una cuenta de la ECC se liquiden en la cuenta asociada en IBERCLEAR.

Gestión de transacciones de venta para la liquidación

Este procedimiento se habilita para evitar que, faltando valores, se entreguen en la liquidación valores correspondientes a otros clientes que formen parte de la misma cuenta general de terceros en IBERCLEAR y que no son los que carecen de valores suficientes en las correspondientes cuentas de registro de detalle para atender sus obligaciones de entrega.

Mediante este mecanismo, las entidades participantes (por cuenta de los miembros compensadores) podrán retener transacciones de venta. De esta manera, BME CLEARING no incluirá estas transacciones de venta en las instrucciones de liquidación de su fecha teórica de liquidación. Las entidades participantes, a medida que vayan disponiendo de saldo sufi-



ciente en las cuentas generales de terceros para atender a la liquidación de estas transacciones de ventas, las liberarán y en ese momento la cámara generará las instrucciones de liquidación correspondientes.

Compensación y agregación. Generación de las instrucciones de liquidación

En cada cuenta de registro neto se compensarán las obligaciones de pago con los derechos de cobro de efectivo y las de entrega de valores con las recepciones de valores que resulten de las transacciones que tengan la misma fecha de negociación, fecha teórica de liquidación e ISIN. BME CLEARING generará una instrucción de liquidación por el saldo neto resultante.

En cada cuenta de registro bruto se agregarán la totalidad de las transacciones de compra y, separadamente, la totalidad de las transacciones de venta que tengan la misma fecha de negociación, fecha teórica de liquidación e ISIN. BME CLEARING generará dos instrucciones de liquidación: una para el conjunto de obligaciones de compra y otra para el conjunto de obligaciones de venta resultantes de las transacciones que tengan los atributos comunes antes mencionados.

Instrucciones de liquidación

Tras la liquidación de las instrucciones de liquidación en IBERCLEAR, se cerrarán las posiciones registradas en BME CLEARING y cesarán las responsabilidades de la ECC y del miembro o del cliente que fuera contrapartida respecto a estas posiciones e instrucciones de liquidación.

PROBLEMAS EN LA LIQUIDACIÓN

BME CLEARING aplicará los mecanismos de gestión de incidencias en la liquidación respecto de las transacciones pendientes de liquidar después del último ciclo de liquidación de la fecha

teórica de liquidación y las transacciones de venta retenidas en la ECC (que sigan retenidas después de su fecha teórica de liquidación).

Préstamo de última instancia

El préstamo de última instancia es un mecanismo donde unos prestamistas aportan unos valores para resolver, en primera instancia y si existen suficientes valores disponibles en préstamo, incidencias en la liquidación.

Si existen valores disponibles en préstamo, entonces el préstamo es posible y se generarán en D+3 (en un ciclo especial a última hora de préstamo) dos transacciones de préstamo; una del prestamista frente a BME CLEARING y otra de BME CLEARING frente al prestatario (titular de la cuenta en la ECC en la que ha habido un fallido por falta de entrega de valores). Con los valores obtenidos por el prestatario, se atenderá en el mismo ciclo especial a la instrucción que, de otra forma, habría sido fallida. De esta manera, no habrá compradores afectados. Junto a las instrucciones de préstamo se generarán asimismo unas instrucciones en las que el prestatario entrega colateral al prestamista, como garantía.

El préstamo de última instancia conlleva la obligación para el prestatario de satisfacer una retribución al prestamista que, por su parte, vendrá obligado a pagar al prestatario un tipo de interés determinado sobre el colateral recibido como garantía.

Una vez liquidada la instrucción de liquidación de la transacción inicial del préstamo de última Instancia, BME CLEARING anotará, en las respectivas cuentas, la transacción de devolución, de manera que la cuenta del prestatario reflejará la obligación de devolución de los valores y la cuenta del prestamista reflejará la obligación de devolución del colateral recibido. La liquidación de la transacción de devolución del préstamo sólo podrá tener lugar a instancias del prestatario, siendo posible la liquidación parcial.



Recompra

BME CLEARING llevará a cabo la recompra en el caso de que las instrucciones de liquidación de posiciones de venta o las transacciones de venta retenidas no se liquiden en el último ciclo de liquidación de la fecha máxima estipulada para ejecutar la recompra.

Cuando la transacción de devolución del préstamo de última instancia no se haya liquidado en el último ciclo de liquidación de la fecha máxima estipulada, BME CLEARING llevará a cabo la recompra, de la misma manera.

Liquidación en efectivo

En el caso de que no sea posible llevar a cabo la recompra, por falta de valores disponibles, BME CLEARING realizará la liquidación en efectivo de las instrucciones de liquidación de posiciones de venta y de compra afectadas. La liquidación en efectivo supondrá el cargo de una compensación al vendedor fallido y su abono al comprador afectado.

Penalizaciones

Cuando no se haya podido constituir un préstamo de última instancia, el vendedor fallido pagará una penalización equivalente a la retribución diaria del préstamo. En el caso de la recompra, el vendedor fallido deberá pagar el precio ofertado por el proveedor de valores seleccionado y la penalización dependerá de ese precio.

Adicionalmente, el vendedor fallido o el prestatario, en su caso, tendrá que asumir una penalización por el coste administrativo de la ejecución de la recompra. Los costes y gastos en que BME CLEARING incurra, derivados de la gestión de las incidencias en la liquidación, junto con las correspondientes penalizaciones, serán cargados al miembro compensador responsable de la posición respecto de la que se haya producido la incidencia en la liquidación.

IBERCLEAR: NUEVO SISTEMA DE REGISTRO Y LIQUIDACIÓN

EL NUEVO SISTEMA REGISTRAL

La desaparición de las Referencias de Registro (RR) en el sistema de liquidación y registro de la renta variable es, como ya se ha comentado, una de las características más importantes de la Reforma. Sin duda, las RRs dotaban al sistema de una alta seguridad y trazabilidad para las tareas del supervisor, facilitando el control del mismo. Por ello, la Reforma ha pretendido que su eliminación no comportara una disminución en los niveles de seguridad, control, trazabilidad..., en última instancia de la supervisión global del sistema español.

Sin embargo, es importante destacar que el procedimiento registral español, pese a los numerosos cambios que a continuación describiremos, sigue manteniendo una de sus características más relevante y que no es exactamente igual a otros sistemas de registro de valores. Estamos hablando del denominado «Registro de Doble Escalón».

Los sistemas registrales de valores directos no están armonizados en Europa. Existen diversas estructuras de tenencia de valores que difieren a lo largo del mundo. En un ejercicio de clasificación simplificada, podemos englobar los diferentes sistemas en dos grandes bloques: sistemas de tenencia de valores directos y sistemas de tenencia de valores indirectos.

Los sistemas de valores directos son aquellos en los que las cuentas de valores de cada uno de los inversores se abren en los soportes informáticos manejados por el DCV. Dichas cuentas son operadas por los intermediarios financieros pero, al anotarse los títulos en las cuentas del DCV, se elimina el riesgo de custodia de los intermediarios financieros. Hoy en día, este sistema es el utilizado en los países nórdicos, en Grecia y en la mayoría de los países del este Europeo. Fuera de Europa, en la mayoría de países de Hispanoamérica y de Asia siguen también este sistema.

Por su parte, los sistemas de tenencia indirecta son los propios de los países más relevantes de



la Unión Europea (Alemania, Francia, Reino Unido, Italia, Holanda, Bélgica, etc.), así como de Canadá y Estados Unidos.

¿Dónde encuadraríamos al sistema español? Esta pregunta se ha respondido tradicionalmente englobando al sistema registral español dentro de los sistemas de tenencia indirecta.

Efectivamente, el sistema registral español engloba las cuentas denominadas de terceros (cuentas de terceros clientes de los intermediarios financieros) en una única cuenta abierta en el DCV, IBERCLEAR, cuya suma de saldos por código valor debe coincidir, necesariamente y en todo momento, con el desglose de cada saldo por valor anotado en los libros de los intermediarios financieros.

El sistema español tiene también algunas de las características de los sistemas directos, como consecuencia de su especial configuración. Así, el Registro se compone en España de dos escalones. Uno, el Registro Central, es el representado por las anotaciones efectuadas en el sistema informático de IBERCLEAR. Este Registro es el denominado Registro Central o primer escalón.

Adicionalmente, se cuenta con el Registro de Detalle, el segundo escalón, constituido por registros informáticos anotados en las entidades financieras, y donde se abren las cuentas de valores de los inversores. Es importante destacar que, tanto uno como otro, son parte integrante del Registro de Valores español, donde la anotación de los valores confiere al inversor la presunción de ser el propietario titular de los mismos a todos los efectos.

En lo básico, este sistema registral de doble escalón se mantiene. La Reforma avanza también en cuestiones importantes en el plano del registro. Así, hasta ahora sólo es posible que los intermediarios financieros cuenten con dos cuentas de valores en el DCV, la Cuenta Propia y la Cuenta de Terceros. El nuevo sistema va a permitir que las entidades financieras abran las cuentas que deseen, tanto propias como de terceros, facilitando su gestión comercial y operativa.

Adicionalmente, será posible la apertura de cuentas de valores de un nuevo tipo, nos referi-

mos a las Cuentas Individuales abiertas en el DCV a nombre de un titular único, ya sea persona física o jurídica. La llevanza de cada una de estas cuentas se podrá realizar de forma directa por el titular de dicha cuenta, estando limitado en principio a organismos públicos esta posibilidad; o bien de manera indirecta, de forma que la gestión de las cuentas individuales será responsabilidad del intermediario financiero del que la persona física o jurídica en cuestión sea cliente.

Este nuevo tipo de cuentas permitirá eliminar el riesgo de custodia de los inversores, por cuanto en caso de discrepancia entre los saldos registrados en el Registro Central y el Registro de Detalle en las cuentas generales de terceros será necesario acudir a una prorrata en los casos en que los valores en el Registro Central sean menores que los anotados en el de Detalle.

EL NUEVO SISTEMA DE LIQUIDACIÓN

La Reforma coincide temporalmente con T2S, la Plataforma de Liquidación de los bancos centrales europeos que, en régimen de «*outsourcing*», van a utilizar los DCVs europeos.

IBERCLEAR ha previsto la migración a la plataforma de T2S como un proyecto articulado en dos pasos. En una primera fase, que finaliza en abril de 2016, se implantó una nueva Plataforma de Liquidación y Registro de valores, denominada ARCO, inicialmente para la renta variable. Posteriormente, en septiembre de 2017, dicha Plataforma técnica se conectará con T2S y se migrará a la misma, momento en que los valores de renta fija serán incluidos en ARCO.

En consecuencia, buena parte de las características de la liquidación en T2S se han tenido en cuenta a la hora de diseñar la plataforma ARCO. El sistema será un sistema único, es decir, igualmente válido para la renta variable y para la renta fija, a diferencia del sistema actual. Es decir, se liquidará basándose exclusivamente en los saldos en las cuentas de valores.

El sistema liquidará instrucciones procedentes de una ECC o de una plataforma de negociación,



en cuya liquidación no interviene una ECC; así como operaciones comunicadas directamente por las Entidades Participantes del DCV, IBERCLEAR.

De igual forma, los procesos de liquidación serán exactamente los mismos para las ECCs que accedan al sistema, al igual que para distintas plataformas de negociación, todo lo cual facilita la libre y justa competencia conforme a lo establecido por el Reglamento de CSDs. Asimismo, los DCVs que se conecten con IBERCLEAR, tendrán que cumplir con los mismos requisitos que cualquiera de sus Entidades Participantes, cumpliendo con el objetivo de que la liquidación y custodia transfronterizas estuvieran sujetas a unas mismas normas y reglas.

Por último, cabe destacar que unas semanas después de la implantación de la Reforma está previsto que la fecha de liquidación de las operaciones bursátiles y de la operativa ejecutada en otras Plataformas de Negociación pase a liquidarse en IBERCLEAR dos días después de su fecha de contratación (D+2), cumpliendo con lo establecido en el Reglamento de CSDs.

SUPERVISIÓN Y CONTROL DEL SISTEMA

La eliminación del control y trazabilidad en el sistema que las Referencias de Registro facilitaban, no podía derivar en una disminución de la seguridad, trazabilidad y control por parte de las autoridades supervisoras en el nuevo sistema. Así, surge una pieza básica en esta Reforma: se trata del denominado «*Post-Trade Interface*» o PTI.

El PTI es una base de datos, un repositorio de información en el que se recogerán las operaciones y sus titularidades, con el objetivo de garantizar la trazabilidad completa de las operaciones, es decir, desde la contratación, pasando por la compensación y liquidación hasta llegar al registro.

Adicionalmente, el PTI será el vehículo de información entre las distintas entidades que participan en cada infraestructura del mercado (Bolsa o plataforma de negociación, ECC, DCV), todo ello asegurando que la eficiencia de post-contratación sea máxima y que el coste operativo sea mínimo.

El PTI es un mecanismo o herramienta inexistente en otros mercados. Es preciso explicar con claridad su configuración y razón de ser. En concreto, es necesario resaltar que no se trata de un mecanismo del sistema registral español. Las anotaciones en el PTI no producen efectos registrales para los inversores, cuestión que, como ya se ha explicado, es función del Registro de Doble escalón (Registro Central y del Registro de Detalle).

El PTI no se inmiscuye, tampoco, en los procesos de liquidación, siendo éstos los establecidos por T2S y, en consecuencia, el PTI cumple con los procesos armonizadores de dicho proyecto.

En definitiva, el PTI se configura como una herramienta para todas las entidades implicadas en el proceso de la gestión eficiente de la información de la post-contratación, con procedimientos, lenguajes y formatos estandarizados para la comunicación y gestión de la información necesaria entre ellas y entre éstas y las infraestructuras, por lo que asegura el acceso a la información en igualdad de condiciones y manteniendo la necesaria confidencialidad de la misma.

Además, el PTI es una herramienta obligatoria de anotación de todas las operaciones y sus titularidades, con el objeto de habilitar unos mecanismos de vigilancia adecuados de toda la cadena de valor u operativa de los mercados de valores. De esta forma los supervisores cuentan con un repositorio que les asegura una trazabilidad total y un control y supervisión suficientes del sistema, similar a la seguridad alcanzada en el sistema actual con las RRs.