

LA REFORMA DE LA POST-CONTRATACIÓN DE VALORES EN ESPAÑA

Jesús Benito Naveira (*) e Ignacio Solloa Mendoza (*)

(*) Jesús Benito Naveira es consejero delegado de Iberclear e Ignacio Solloa Mendoza es consejero director general de BME Clearing.

Este artículo es de responsabilidad exclusiva de los autores y no refleja necesariamente la opinión de Iberclear o de BME Clearing. Tampoco refleja necesariamente la opinión del Banco de España ni del Eurosistema.

Resumen

Las funciones de post-contratación (registro-custodia, compensación y liquidación) son una parte esencial en la operativa de los mercados de valores, que en los últimos años ha sido objeto de un intenso proceso de reforma. En Europa, se han impulsado diversas iniciativas para la integración de los servicios financieros, como TARGET2 Securities (T2S). La existencia de peculiaridades en nuestra práctica doméstica ha impulsado una reforma del sistema de post-contratación de valores en España de gran calado. Destaca la introducción de una entidad de contrapartida central (ECC) en el proceso de compensación y liquidación de valores de renta variable y los cambios realizados en Iberclear al sustituir el régimen de referencias de registro para adaptarse al entorno europeo.

El presente artículo consta de tres partes claramente diferenciadas. En primer lugar, un epígrafe introductorio donde se hace una descripción general de cómo es el sector de la post-contratación de valores, tanto en Europa como en España. En segundo lugar, un epígrafe en el que se analizan las implicaciones de la ampliación de los servicios de la entidad de contrapartida central (BME Clearing) para las operaciones al contado de renta variable. En el último epígrafe, se explica cómo el depositario central de valores español, Iberclear, se adapta a los ejes de la reforma española a la vez que se prepara para los cambios exigidos por la nueva regulación europea.

1 Aspectos generales de la post-contratación

1.1 DESCRIPCIÓN DEL SECTOR DE LA POST-CONTRATACIÓN

El sector de la post-contratación es el gran desconocido de los mercados de valores. Todo lo relacionado con la contratación, el *front-office*, atrae la atención mediática y la curiosidad general. Sin embargo, lejos de esos focos, los procesos administrativos que suceden a la fase de negociación-contratación —las tareas relacionadas con la post-contratación— tienen una relevancia fundamental para el cumplimiento eficaz de las funciones encomendadas a los mercados de valores.

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 (DCV). 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 pertenecientes a las instituciones participantes en los DCV y, a su vez, en las cuentas de detalle de estos 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: realizar los pagos de cupón o de dividendos, según sean valores de renta fija o de renta variable; facilitar el derecho de asistencia a una junta, y el correspondiente derecho de voto, en el 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 escoger entre 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 ellos 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 aquel en el que el vendedor o el comprador, por la circunstancia que sea, no pueden cumplir con una de las partes del negocio jurídico, la entrega de los valores o del efectivo. Para evitar este riesgo, los DCV 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 los vende y entrega 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, que no se liquide en la fecha y de la forma pactada 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 en 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 incumplimientos en otras relacionadas, generando problemas en cadena que pueden afectar al correcto funcionamiento de los procesos globales de liquidación de los mercados, lo que provocaría, 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 que entrega y recibe cada intermediario financiero, incluyendo todas las operaciones que tiene que liquidar cada día.

Cuando, como ocurre en la actualidad, se procesan miles de operaciones diarias de 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, las posibilidades de que se materialice el riesgo sistémico.

Precisamente para tratar de controlar y minimizar dicho riesgo sistémico, desde 2010 y 2011, una vez que se definió la reforma del sistema de compensación y liquidación de valores, quedó claro que uno de los objetivos de la reforma 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 ECC cobró fuerza, ya que la interposición (novación) genera básicamente los beneficios siguientes:

- 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 una compensación de valores y efectivos. De esta manera, se consigue minimizar el volumen de valores y de efectivo que se llevan a liquidar.
- Relajar los requisitos de capital exigibles a los participantes por la reducción de las exposiciones y porque estas son frente a una ECC.
- Utilizar los mecanismos de resolución de incidencias de la ECC.

En definitiva, el sector de la post-contratación en los mercados de valores cuenta con distintos actores intervinientes dependiendo de los servicios que se utilicen:

SERVICIOS Y ACTORES EN EL SECTOR DE LA POST-CONTRATACIÓN

CUADRO 1

Servicios de post-contratación	Intermediarios financieros/agentes	Infraestructura de mercado
Compensación (<i>clearing</i>)	Miembros compensadores (<i>clearing members</i>)	Entidades de contrapartida central, ECC (<i>central counterparties, CCP</i>)
Registro (<i>notary function</i>)	Emisores (<i>issuers</i>)	Depositarios centrales de valores, DCV (<i>central securities depositories, CSD</i>)
Custodia (<i>asset services</i>)	Custodios (<i>custodians</i>)	Depositarios centrales de valores, DCV (<i>central securities depositories, CSD</i>)
Liquidación (<i>settlement</i>)	Liquidadores (<i>settlement agents</i>)	Depositarios centrales de valores, DCV (<i>central securities depositories, CSD</i>)

FUENTE: Elaboración propia.

Por concluir con esta parte descriptiva, 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 ECC y los DCV. Las primeras se dedican a ofrecer servicios de interposición y neteo de las instrucciones que liquidar y a gestionar de forma profesional el riesgo de contrapartida, con el objetivo de minimizar el riesgo sistémico en los mercados a los que sirven. Por su parte, las funciones básicas de los DCV son tres: el registro central de emisiones y la representación anotada de los valores emitidos; la custodia y la gestión de cualquier evento corporativo de los valores anotados, y, por último, el liquidar centralmente las operaciones del primer y segundo mercado, facilitando la entrega y recepción de los valores vendidos/comprados y el correspondiente cobro/pago de los efectivos acordados.

1.2 EL SECTOR DE LA POST-CONTRATACIÓN EN EUROPA

A principios 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 DCV. Se trata, en este último caso, de una entidad de carácter privado para los valores de emisores corporativos y del 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, quedándose con cinco tras la

adquisición de Espaclear (renta fija privada) por parte del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV).

Tras la firma del Tratado de Maastricht, en 1992, tuvo lugar un proceso de consolidación, que primero se desarrolló a escala nacional, entre las distintas DCV de cada país. Este proceso tuvo pocas excepciones: Bélgica, Grecia y Portugal, que mantuvieron dos DCV, y España, que, pese a fusionar en Iberclear la central de deuda pública del Banco de España (CADE) 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 DCV de varios países en torno a dos grupos liderados, cada uno, por depositarios de valores internacionales (ICSD), 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 DCV nacionales; es el caso de Euroclear y Clearstream International.

Asimismo, en los primeros años del nuevo siglo surgió una nueva figura, las ECC, proveniente 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 ese momento, Francia era el único mercado de valores de contado de acciones que disponía formalmente de una ECC, Clearnet; posteriormente, en todos y cada uno de los países del entorno europeo ha ido apareciendo al menos una ECC, además del DCV.

Todos estos procesos de consolidación y homogenización de figuras de la infraestructura de post-contratación no implicaban por sí mismos una necesaria armonización jurídica y procedimental de los distintos servicios y regímenes legales y fiscales que aplicar a los servicios de post-contratación. En este contexto, el coste elevado de la compensación y liquidación transfronterizas de los valores, 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. De igual manera se trató de imponer un código de conducta (junio de 2006) entre ECC y DCV que permitiera abrir a la competencia infraestructuras hasta entonces básicamente domésticas.

Estas iniciativas no fueron suficientes para conseguir una liquidación transfronteriza tan eficiente y económica como la aplicada a escala nacional, por lo que surgieron en Europa 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: T2S. Se trata de un desarrollo de gran envergadura que persigue la creación de una plataforma tecnológica común para los DCV y los bancos centrales, donde, de forma integrada, se liquide toda la operativa europea de los mercados de valores.

Los 24 DCV (entre los que está Iberclear) que han aceptado este proyecto, mediante la firma de un contrato de servicios con los bancos centrales del Eurosistema, están trabajando intensamente para conseguir que, casi diez años después, el proyecto empiece a ser una realidad. Será a partir de junio de 2015, fecha prevista para la primera ola de implantación; está previsto que la migración de todos los DCV sea una realidad en febrero de 2017.

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

Además, T2S se ha configurado como un catalizador en pro de una armonización profunda de todas las prácticas de post-contratación, y no solo de las de liquidación. Así, un grupo de trabajo de T2S, el Harmonization Steering Group, 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 que se requería para avanzar en la convergencia operativa y procedimental necesariamente tenía que ser un adecuado marco legal y normativo que permitiera la armonización y, a su vez, asegurase la libre y justa competencia entre infraestructuras del mercado de valores, camino escogido por los reguladores.

De esta manera, dos son 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, las ECC; y, por otro, el Reglamento de Depositarios Centrales de Valores (CSDR, *Central Securities Depositories Regulation*).

Ambas piezas establecen los principios básicos de la homogenización de los ECC y DCV, fijando las bases para que la previsible competencia no suponga una merma sobre los niveles de seguridad que estas infraestructuras deben tener.

Por un lado, las ECC son unas infraestructuras críticas en cuanto a la gestión del riesgo de los mercados de valores, por cuanto concentran en su nombre todo el riesgo de contrapartida de la operativa que pasa por sus sistemas; y, por otro lado, los DCV permiten el adecuado cumplimiento del principio de entrega contra pago y facilitan una liquidación y custodia eficiente y segura de los títulos emitidos y negociados en los mercados de valores.

Todas las cuestiones anteriores serían motivo suficiente para un artículo aparte, pero se han apuntado aquí simplemente como recordatorios del entorno hacia el que la post-contratación española tiene que converger.

1.3 EL SECTOR 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 los europeos. 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 importantes 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. Esta peculiaridad, única en nuestro entorno, es consecuencia de los diferentes sistemas para liquidar valores de renta fija y renta variable que hay en España.

En España, la renta fija se liquida, 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 gestionar. Una, la «cuenta propia», en la que se anotan los saldos propiedad de la entidad participante; y otra, denominada «cuenta de terceros», en la que se registra de forma global la suma de todos los saldos de sus clientes.

En la Plataforma CADE, la liquidación en el DCV se lleva a cabo cuando existe suficiente saldo para atender a la anotación de débito de valores. 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 RR que dieron lugar a dicho saldo. Las entidades participantes, a su vez, llevan el control del 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, el 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 RR está vigente desde la creación del DCV español en 1992, originariamente el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV), 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 para que la inversión no residente en valores de renta variable española haya llegado a niveles elevados, de hasta el 60 % del total contratado en las bolsas nacionales.

Aun así, las RR han sido objeto de multitud de críticas. El motivo que se aduce siempre es su complejidad para el inversor no residente. En realidad, los procedimientos de liquidación con RR son similares para todos los inversores, sin distinguir entre residentes y no residentes. Es cierto que, al ser un procedimiento singular, implica que los sistemas informáticos de los intermediarios financieros no residentes tienen que estar diseñados para atender a esta especificidad española, así como que los tratamientos de *back-office* exigen conocimientos precisos del sistema español.

Ha sido precisamente esta característica la que ha jugado en contra de su mantenimiento, a pesar de que su funcionamiento ha sido correcto y eficiente durante los casi 23 años que las RR llevan en funcionamiento.

Otra de las características del sistema español es la dualidad del servicio del DCV, Iberclear. Por un lado, Iberclear es hoy un DCV como cualquier otro depositario central europeo, si bien con las características exclusivas españolas que estamos comentado. Pero, además, Iberclear gestiona en la actualidad una función de compensación; si bien otros DCV en Europa también la realizaban, han dejado de ofrecerla.

Nos estamos refiriendo a la función de «mecanismo de garantía» (*Guarantee Arrangement*) que realiza Iberclear para la renta variable española —Plataforma SCLV—. Esta función es muy similar a la que las ECC realizan con su proceso de gestión de los riesgos

de contrapartida. Sin embargo, a diferencia de las ECC, 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— el que tendría 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 para la renta variable 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 característica de la liquidación de la renta variable española está relacionada con uno de sus principios básicos, consagrados en el Real Decreto 116/92. Se trata del «principio de aseguramiento de la entrega». El sistema existente en España obliga a su gestor a asegurar que, cuando el vendedor paga, siempre recibe los valores comprados en la fecha de liquidación. Para ello establece unos mecanismos basados en el préstamo de valores, que faciliten la cobertura de los fallidos en la fecha acordada; en la actualidad, tres días después de haberse producido la contratación en las bolsas o plataformas de negociación.

A pesar de que en todos estos años de funcionamiento el sistema ha permitido cumplir siempre este principio, no ha estado exento de momentos en los que, en situaciones puntuales y sobre determinados valores no muy líquidos, se ha tenido que enfrentar con situaciones de tensión. En última instancia, este compromiso —si bien eficaz— no cumple con los estándares establecidos por los reguladores para los sistemas de liquidación; por ello, la reforma es taxativa.

Existe la creencia de que el principio de garantía que las ECC aportan es igual al mencionado principio español de aseguramiento de la entrega. No es el caso. Conforme a los procedimientos de las ECC, su función es garantizar la liquidación de los mercados de valores y, en lo que respecta a las entregas de valores, su obligación es atender a esta, para que el comprador que paga reciba valores, pero no siempre en una fecha de liquidación acordada ni en la forma de los valores comprados. Una ECC hará lo posible para que se liquide toda la operativa en fecha y, si es necesario, acudirá al préstamo de valores para atender a la liquidación; sin embargo, no está obligada a que se liquide toda la operativa en su fecha de liquidación teórica.

Igualmente, si, pasado un cierto número de días, mediante el préstamo de valores, no pudiera cumplirse con la entrega de estos, se acudiría a recomprarlos en el mercado, y, si no fuera posible adquirirlos, el comprador recibiría una compensación monetaria, en lugar de sus valores. Esta característica, la de producirse fallos en la liquidación, desconocida en la renta variable española, es habitual en todos los mercados europeos, así como en la renta fija española.

Otra cuestión que exige una normalización en el ámbito europeo es el momento en que se establece la firmeza de las instrucciones que liquidar sobre la renta variable. Conforme a la Directiva europea de 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, en España, 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 en el tiempo a la liquidación.

En realidad, estando todavía pendiente de alcanzarse un acuerdo, tras casi tres años de intensas discusiones en el proyecto de T2S, este momento será un intermedio temporal entre la contratación y la liquidación de forma similar tanto por los DCV como por el sistema de pagos gestionado por los bancos centrales (T2S). Probablemente será el momento en que se validan las instrucciones de liquidación de los procesos de case de operativa que los DCV tienen, ya sea en la plataforma común T2S, ya sea en un proceso informático propio mantenido en el DCV, cuando este sea el caso.

Por último, los procedimientos de gestión de eventos económicos y políticos sobre los valores tienen en la actualidad características que es necesario armonizar en toda Europa, no solo en España, y ello requiere cambios importantes para cumplir con los nuevos estándares que T2S y el propio mercado en general han acordado establecer.

1.4 LAS LÍNEAS GENERALES DE LA REFORMA ESPAÑOLA

Dada la situación descrita, era inevitable iniciar una profunda revisión de los procesos normativos y operativos de la post-contratación española. Cabe fechar los antecedentes 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. Casi un año después, en enero de 2011, la CNMV publicó un documento con el detalle general de la propuesta de reforma del sistema español de compensación, liquidación y registro.

En todos estos años se han celebrado multitud de reuniones de distintos grupos de trabajo involucrando a los distintos actores de esta reforma, del sector tanto público como privado, ya fueran infraestructuras o intermediarios financieros.

Como aspectos básicos o ejes de esta reforma, destacan los siguientes:

- La introducción de una ECC.
- La adopción de cambios en el momento de la firmeza en el DCV.
- La eliminación del principio de aseguramiento de la entrega.
- La liquidación exclusiva por saldos, eliminando las RR.
- 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 trazabilidad y supervisión del sistema.

A continuación se describirán los aspectos de detalle más relevantes del nuevo sistema. En primer lugar, en lo que a compensación y gestión del riesgo se refiere, por parte de BME

Clearing, la ECC que dará servicio al mercado español; después, se abordarán las características del nuevo sistema gestionado por el DCV español, Iberclear.

2 BME Clearing: su nuevo rol como infraestructura en el mercado de valores español

2.1 INTRODUCCIÓN A LAS ENTIDADES DE CONTRAPARTIDA CENTRAL

Las ECC (o CCP en su acrónimo inglés)¹ o cámaras de compensación (*Clearing Houses*), como también son llamadas, se desarrollaron junto a los mercados de derivados americanos. Los productos derivados tienen dos características que les hacen muy proclives al llamado «riesgo de contrapartida», que, de manera general, puede definirse como el proveniente de que una de las dos contrapartes de un acuerdo no cumpla con él. 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 realice la liquidación de esta. Las dos características de los productos derivados, que inciden especialmente en el riesgo de contrapartida, son su alto apalancamiento y el que puede existir un largo período de tiempo entre la negociación y la liquidación de los contratos. Estas dos características no son tan propias de la negociación y liquidación de valores de renta variable; sin embargo, veremos que las ECC, con el objeto de gestionar el riesgo de contrapartida, han desarrollado una serie de mecanismos que posteriormente también se han mostrado útiles para la liquidación al contado de valores.

A continuación se enumeran 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 ellos, les interesa desempeñar un papel en la cámara, pero su negocio es realmente el de la ejecución. Por ello, 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 el vendedor de una operación de un mercado². 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. 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 solo responsable de las obligaciones derivadas de la posición neta.

¹ *Central Counterparty*.

² También se puede producir la interposición de la cámara en una operación OTC que comprador y vendedor acuerdan llevar a la ECC para su compensación.

- 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 se requieran prácticamente en tiempo real.
- Como complemento de la garantía por posición, se exigen garantías relacionadas con la solvencia del miembro compensador y, adicionalmente, 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.
- Por último, la entidad de contrapartida central está dotada de mecanismos legales que le proveen de una gran seguridad jurídica.

2.2 INICIATIVAS 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 ellos; iii) la adecuación de los recursos de la ECC y de los participantes; iv) disponer de procedimientos para una 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 de 2007, en la que los productos derivados desempeñaron un papel relevante³, como lo demuestra el hecho de que las ECC, encargadas de gestionar y liquidar los productos derivados listados en mercados regulados, capearon sin dificultad la mencionada crisis. 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 acogieran este nuevo flujo de derivados OTC que deben compensarse en una cámara,

³ En el año 2010 estas dos entidades publicaron dos documentos de carácter consultivo (*Considerations for trade repositories in OTC derivatives markets-consultative report* y *Guidance on the application of the 2004 CPSS-IOSCO Recommendations for Central Counterparties to OTC derivatives CCPs-consultative report*) para facilitar el cumplimiento de las recomendaciones. Además, en 2012, con la regulación surgida a partir de la crisis financiera de 2008, las recomendaciones fueron actualizadas por los Principios para las Infraestructuras de los Mercados Financieros, con los que se estructuró a nivel global la regulación de las ECC supervisadas por organismos miembros del comité CPSS-IOSCO con carácter vinculante, que serviría de guía y elemento homogeneizador de las normativas regionales.

pero implicaba, asimismo, un motivo de preocupación para las autoridades, ya que las ECC se convierten en sistémicas y, por tanto, se debe asegurar que cumplan su función correctamente en todas las circunstancias.

Para dar continuidad a este proceso, tanto en Estados Unidos como en Europa surgen iniciativas 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 (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones (EMIR)⁴, 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 requerimientos de capital, la cooperación supervisora transnacional⁵, 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). En realidad, EMIR no ha supuesto criterios diferentes a las recomendaciones y principios de CPSS-IOSCO o a la actividad cotidiana de una cámara; lo que sí ha exigido EMIR ha sido una armonización normativa a nivel de la Unión Europea y el otorgamiento de una fuerza legal más precisa y sistemática a las actividades que las ECC ya venían realizando.

2.3 UTILIZACIÓN DE ENTIDADES DE CONTRAPARTIDA CENTRAL 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 estos. El siguiente cuadro muestra cómo están configuradas actualmente las infraestructuras de post-contratación de renta variable en Europa.

4 La *Dodd Frank Act* sería la regulación equivalente en Estados Unidos.

5 Las cámaras dejan de estar supervisadas exclusivamente por un regulador nacional, de tal modo que dicho regulador nacional comparte su supervisión de autorización y cualquier ampliación de actividad con un colegio de reguladores formado por los correspondientes reguladores de los países de domicilio de los principales miembros compensadores de la cámara, bancos centrales y ESMA (Autoridad Europea de Mercados de Valores).

INFRAESTRUCTURAS DE POST-CONTRATACIÓN DE RENTA VARIABLE

CUADRO 2

Infraestructura de negociación	Bolsa de Londres	Deutsche Börse	BME	Euronext	Bolsa de Milán	BATS Chi-X Europe	Bolsa de Zúrich
Infraestructura de compensación	LCH Clearnet, Ltd SIX x-clear	Eurex Clearing	BME Clearing (a)	LCH. Clearnet, SA	Cassa di Compensazione e Garanzia SpA	EuroCCP LCH Clearnet Ltd SIX x-clear	LCH Clearnet Ltd SIX x-clear
Infraestructura de liquidación y custodia	Euroclear Bank	Clearstream Banking AG	Iberclear	Euroclear Bank Brussels Euroclear France/Neederland/ Belgium Interbolsa Portugal	Monte Titoli	CSD domésticos	SIX SIS

FUENTE: Elaboración propia a través de los datos de los sitios web de las entidades.

a Tras la implantación de la reforma.

Este desarrollo no se ha debido tanto a la urgencia de la gestión del riesgo de contrapartida⁶ como al interés en contar con los mecanismos antes comentados de novación y compensación, que simplifican y reducen riesgos en el proceso de liquidación.

Se pueden definir los procedimientos de cámara, en un sentido amplio, como el conjunto de los 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 liquidación. Para ello, se calcula, para cada participante y para cada ISIN contratado en una sesión de mercado, en un complejo sistema de cuentas, el efectivo total 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 en el que cada participante realiza la entrega (recepción) de los valores, y recibe (entrega) a su vez el efectivo, de acuerdo con los saldos proporcionados en la fase de compensación.

2.4 PROCESOS OPERATIVOS DE BME CLEARING COMO ECC PARA LA LIQUIDACIÓN DE VALORES DE RENTA VARIABLE

Conviene empezar este apartado con una evidencia: 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 de compensación y liquidación español, para hacerlo aún más eficiente y para que esté mejor adaptado para asumir los cambios que se avecinan en los próximos años. Estos hechos, sin embargo, no desvirtúan la realidad de que los cambios provocados por la reforma son sustanciales, con gran impacto en las entidades financieras y en las propias infraestructuras del grupo BME.

Para hacer frente a los nuevos desarrollos, BME, en colaboración con la CNMV y el Banco de España, ha llevado a cabo desde hace años diferentes tareas y trabajos de adaptación. Por lo que se refiere a la cámara, se ha planteado una estructura estándar, procurando que se parezca a otras cámaras del entorno, evitando peculiaridades frente a otros países europeos y tratando de ofrecer diversas alternativas para que las entidades que participan en la negociación, compensación, liquidación y custodia de valores puedan elegir las más adecuadas a su actividad. 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 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 esta,

⁶ En las operaciones al contado entre la negociación y la liquidación de valores de renta variable pasan actualmente tres días hábiles. En ese tiempo, el riesgo de contrapartida, mitigado por la salvaguarda de la entrega contra pago, no tiene un impacto muy significativo.

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*)⁷.

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.

Adicionalmente, dentro de la estructura de cuentas comentada, pueden existir cuentas de registro bruto y cuentas de registro neto. En las primeras, el registro de posiciones, el cálculo de garantías y la emisión de instrucciones de liquidación se realiza sin compensar compras con ventas, o importes a pagar con importes a cobrar. En las segundas, el registro de posiciones, el cálculo de garantías y la emisión de instrucciones de liquidación se realizan compensando los conceptos citados.

Las cuentas propias y las cuentas de cliente individual son cuentas de registro neto obligatorio, y las cuentas de cliente con segregación general⁸ podrán ser, a elección del titular, cuentas de registro bruto o neto.

Admisión de transacciones en la ECC

La admisión al registro de transacciones de BME Clearing podrá realizarse mediante i) comunicación para registro de las transacciones de mercado; ii) solicitud de registro de las transacciones fuera de mercado, y iii) generación por la ECC de transacciones de préstamos de última instancia⁹.

Se podrá asignar la transacción a una cuenta de BME Clearing desde el momento de la negociación. Alternativamente, se podrá realizar la asignación, una vez esté anotada la transacción en la cámara¹⁰.

BME Clearing actuará como contrapartida de las transacciones desde en el momento en que las anote en su registro.

7 La estructura es un poco más compleja que lo dicho en este párrafo, ya que las cuentas de cliente individual pueden ser bajo el modelo del cliente contrapartida de la ECC (cuenta de cliente individual) o bajo el modelo del cliente contrapartida del miembro (cuenta de cliente con segregación individualizada). Existe, asimismo, una cuenta individual especial de intermediario financiero, utilizable únicamente por los intermediarios financieros acogidos al procedimiento opcional de liquidación de órdenes por intermediarios financieros, de acuerdo con la regulación de Iberclear. Finalmente, los miembros no compensadores pueden tener una cuenta propia cuya contrapartida sea la cámara (cuenta propia) o una cuenta propia cuya contrapartida sea su miembro compensador general. Cuando un cliente o miembro no compensador tiene una cuenta cuya contrapartida es su miembro, esto significa que, a su vez, el miembro es contrapartida de la ECC por dicha cuenta. Esta estructura de cuentas responde a las necesidades de los distintos miembros. Se ha procurado ofrecer una variedad de posibles tipos de cuenta, de modo que el miembro elija la que mejor se adapte a su operativa o a su régimen legal.

8 Y las cuentas individuales especiales de intermediario financiero.

9 Según se explica más adelante.

10 En este caso, inicialmente en una cuenta llamada «diaria», cuyo titular es el miembro, en la que se anotan las transacciones previamente a su traspaso a otra cuenta del registro de la ECC en la que quedan finalmente registradas. Esta asignación posterior puede ser interna, entre cuentas del mismo miembro, o externa, entre cuentas de distintos miembros. En este último caso se requiere la aceptación del miembro que recibe la transacción y, en su caso, la de su compensador general.

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 liquidación¹¹. Las entidades participantes, a medida que vayan disponiendo de saldo suficiente 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 (de valores y de efectivo). Tras la compensación, las partes solo serán responsables del cumplimiento de la instrucción de liquidación, y no de cada una de las transacciones.

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 las obligaciones de compra y otra para el conjunto de las obligaciones de venta resultantes de las transacciones que tengan los atributos comunes antes mencionados.

Nunca se compensarán transacciones de cuentas distintas, aun dentro de un mismo miembro. No serán objeto de compensación o agregación las obligaciones derivadas de transacciones fallidas (modelo *trade date netting*), ni las operaciones de recompra, ni las transacciones de préstamo de última instancia.

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.

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).

2.5 INCIDENCIAS EN LA LIQUIDACIÓN

¹¹ Esto tiene la implicación de que se verán afectadas unas transacciones de compra cuyo saldo sea equivalente al de las transacciones de venta retenidas, y que, por tanto, no serán objeto de liquidación en su fecha teórica (D+3), en la actualidad.

En el caso de que se produzcan incidencias en la liquidación por insuficiencia de valores, BME Clearing adoptará las siguientes medidas: i) como primera medida de gestión de incidencias, intentará realizar un préstamo de última instancia; ii) como segunda medida, se realizará la recompra, y iii) si no se puede llevar a cabo esta, se realizará la liquidación en efectivo.

El préstamo de última instancia es un mecanismo que ya se utiliza actualmente en los procesos de liquidación de Iberclear, aunque el modelo que empleará BME Clearing es ligeramente distinto al actual. La novedad, no obstante, está en los mecanismos de recompra y liquidación en efectivo. En este aspecto, el modelo cambia drásticamente respecto a la situación actual; se elimina el principio de que todas las transacciones negociadas se liquidan y se asume que algunas transacciones pueden no ser liquidadas. En estos casos, tras no haberse podido realizar el préstamo de última instancia, y transcurridos cuatro días adicionales de margen para que el vendedor entregue los valores, en primer lugar se intentará la recompra, buscando una entidad que venda los valores a la ECC para entregarlos al comprador afectado; de la ecuación desaparece el vendedor incumplidor sin valores, que, no obstante, será objeto de una penalización. Si no es posible la recompra, se realizará una liquidación en efectivo, en la que el vendedor incumplidor pagará una penalización al comprador afectado.

Sobre estos dos últimos casos, y especialmente el de la liquidación en efectivo, conviene realizar dos aclaraciones: la primera es que este método, aunque es una novedad en el sistema español, es el que se utiliza habitualmente en Europa; y la segunda es que, aunque la ECC garantiza el buen fin de la operación, ello no significa que garantice que la transacción se liquide finalmente mediante la entrega de los valores. Lo que la cámara asegura es que intenta obtener por distintos medios los valores correspondientes al vendedor incumplidor sin valores, primero mediante el préstamo de última instancia y luego mediante la recompra. Si no existen valores disponibles, la cámara no puede crearlos y, en última instancia, garantiza que el comprador obtendrá una compensación por la transacción fallida, que será satisfecha por el vendedor fallido; todo ello de acuerdo con la regulación aplicable.

A continuación se detallan los distintos mecanismos.

Préstamo de última instancia

El préstamo de última instancia es un mecanismo en el que 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 de préstamo a última hora) 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)¹². 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.

¹² En el sistema actual de préstamos de valores de Iberclear, se genera una transacción de préstamo entre el prestamista y el prestatario y se bloquean los valores dados en préstamo por el prestamista.

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 solo podrá tener lugar a instancias del prestatario, siendo posible la liquidación parcial.

La falta de liquidación de la transacción de devolución del préstamo de última instancia en la fecha máxima (FTL + 4¹³) supondrá la aplicación de los mecanismos de recompra y de liquidación en efectivo.

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 (FTL + 4).

BME Clearing ejecutará la recompra, en primer lugar, haciendo públicas a finales de FTL + 4 las necesidades de valores y los precios máximos de ejecución de la recompra.

Los valores serán entregados por el proveedor seleccionado por BME Clearing en la fecha de liquidación de la recompra, que será FTL + 5, para ser liquidado también en la misma fecha de FTL + 5.

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 (FTL + 4, como se ha comentado), 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, en FTL + 5, 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 penalización al vendedor fallido y su abono al comprador afectado.

La liquidación en efectivo supone el cumplimiento de las obligaciones del vendedor fallido frente a BME Clearing y de BME Clearing frente al comprador afectado.

En el caso de que la transacción de devolución del préstamo de última instancia no se hubiera liquidado en la fecha máxima establecida y no fuera posible ejecutar la recompra, BME Clearing llevará a cabo la liquidación en efectivo de la transacción de devolución del préstamo

¹³ Siendo FTL la fecha teórica de liquidación de la transacción original y la fecha de constitución del préstamo. Actualmente se está regulando a nivel europeo los plazos de recompra y las penalizaciones. La fecha de FTL + 4 y otras fechas que se comentan a continuación, así como las penalizaciones, son las fechas y penalizaciones que BME Clearing está manejando en el momento de escribir este artículo. Si fuera necesario cambiarlas debido a modificaciones regulatorias, lógicamente se cambiarán.

de la manera que ya se ha explicado. La Liquidación en efectivo supondrá el cargo de una compensación al prestatario y su abono al prestamista.

Penalizaciones

Cuando no se haya podido constituir un préstamo de última instancia, el vendedor fallido pagará una penalización equivalente a la retribución diaria del préstamo¹⁴.

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. Como ya se ha comentado, BME Clearing determinará un precio máximo respecto al precio de cierre del valor en FTL+4, que no será superior al 20 % del mencionado precio de cierre.

En el caso de la liquidación en efectivo, la penalización será aproximadamente del 20 % del precio de cierre de FTL+4¹⁵.

Adicionalmente, el vendedor fallido o, en su caso, el prestatario tendrán 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.

Tratamiento de eventos corporativos

El tratamiento de los eventos corporativos que afecten a los valores objeto de las transacciones se llevará a cabo en los siguientes supuestos: i) transacciones fallidas con ciclos de liquidación estándar: en los casos en que el comprador no ha recibido los valores que le debían ser entregados en la fecha de corte¹⁶ ni, por tanto, los efectos del evento corporativo que le habrían correspondido. En este caso, el tratamiento de eventos corporativos tiene como finalidad hacer llegar el efecto del evento corporativo al comprador afectado por la venta fallida; ii) transacciones con ciclos de liquidación distintos al estándar, en los casos en que la transacción fue ejecutada cuando ya no existía derecho al evento, pero fue liquidada con anterioridad a la fecha de corte. La finalidad de tratamiento en este caso es hacer llegar el efecto del evento corporativo al vendedor (ajustes inversos); y iii) préstamos de última instancia, cuya transacción de devolución no se ha liquidado en el momento de producirse un evento corporativo, de modo que el prestamista no ha recibido el beneficio del evento que le correspondería, por lo que es necesario hacerle llegar dicho beneficio.

En los dos primeros casos, Iberclear gestionará los ajustes sobre las instrucciones de liquidación ya en curso, y, en el caso de préstamos vivos al producirse el evento, será BME Clearing el organismo que realice los ajustes, generando las correspondientes instrucciones de ajuste a Iberclear.

14 Téngase en cuenta que, en el caso en que se constituye un préstamo de última instancia, el vendedor fallido tiene que pagar la retribución del préstamo. Es, por tanto, lógico que, cuando no se haya podido constituir el préstamo por falta de valores, el vendedor fallido tenga que pagar un coste equivalente en este período entre FTL y FTL+4 en que la instrucción de liquidación permanece fallida y la cámara no pone en marcha los mecanismos de recompra y liquidación en efectivo. Durante este período, el vendedor fallido debe conseguir los valores que le faltan, bien por un préstamo de alguna entidad, bien por compra de ellos.

15 La fórmula de la penalización en realidad es más compleja: Precio de liquidación en efectivo = Máx. (último precio de cierre + %; precio de la venta fallida; precio de la compra afectada).

16 La fecha de corte es la fecha en la que se determinan las posiciones que se han de tener en cuenta para el cálculo del evento corporativo.

3 Iberclear: el nuevo sistema de registro y liquidación en España

Como se ha explicado en la primera parte de este artículo, con la implantación de la reforma, el sistema de post-contratación español cambiará radicalmente. Tras la descripción del proceso de compensación (*clearing*), es momento de explicar, de forma general, las nuevas prácticas de liquidación, registro y supervisión; es decir, los cambios que Iberclear está acometiendo.

3.1 EL NUEVO SISTEMA REGISTRAL

La desaparición de las 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 RR dotaban al sistema de una alta seguridad y de trazabilidad para las tareas del supervisor, facilitando el control de este. 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 relevantes, 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 los países de Latinoamérica 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, el Reino Unido, Italia, Holanda, Bélgica, etc.), así como de Canadá y Estados Unidos.

Dentro de estas dos grandes clasificaciones, existen diferencias o matices significativos en algunos países. Por citar algunos relevantes, sin ánimo de hacerlo en detalle, podemos citar el Reino Unido, donde existen entidades especializadas en el registro (*Registrars*) en las que es obligatoria la anotación de las transacciones sobre los valores para que se confieran los derechos pertinentes a los inversores, o Alemania, con su sistema registral (*Registration Process*) para las acciones nominativas.

Adicionalmente, existen notables diferencias también en los derechos registrales conferidos al inversor, una vez anotados los valores en las cuentas del sistema. Mientras que en algunos países la anotación confiere al inversor un derecho de propiedad absoluto, en otros lo que se asigna es un derecho de crédito frente al intermediario financiero con el que se invierte.

Dadas estas diferencias, ¿dónde encuadraríamos el sistema español? Esta pregunta se ha respondido tradicionalmente incluyendo el 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.

Sin embargo, 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, donde se abren las cuentas de valores de los inversores. Es importante destacar que ambos son parte integrante del Registro de Valores español, donde la anotación de los valores confiere al inversor la presunción de ser su propietario titular a todos los efectos. En caso de discrepancia en los saldos entre el primer escalón y el segundo, es el saldo anotado en el Registro Central del DCV el que prevalece; las diferencias pueden deberse a error, negligencia o dolo.

En lo básico, este sistema registral de doble escalón se va a mantener, aun cuando se consideró la posibilidad de cambiarlo, dado que no existe fuera de España. La decisión de mantenerlo se tomó teniendo presente que el Registro español permite encuadrarlo en el sistema de tenencia de valores indirecto, el más difundido por los países más importantes en la Unión Europea, así como por Estados Unidos; a la vez, se conseguía la seguridad del sistema de tenencia directo.

La reforma avanza también en cuestiones importantes en el plano del registro. Así, hasta ahora solo es posible que los intermediarios financieros cuenten con dos cuentas de valores en el DCV, la cuenta propia y la cuenta de terceros, donde se agregan todos los saldos de sus clientes anotados en su Registro de Detalle. 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 referimos a las cuentas individuales abiertas en el DCV a nombre de un titular único, ya sea persona física o persona jurídica. El titular de dicha cuenta podrá realizar de forma directa la llevanza de cada una de estas cuentas, estando limitada esta posibilidad, en principio, a organismos públicos; o bien de forma indirecta, de manera 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, si hay discrepancia entre los saldos registrados en el Registro Central y en el Registro de Detalle en las cuentas generales de terceros antes comentadas, 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. Obviamente, al estar la cuenta individual registrada en el Registro Central, esta posibilidad no es aplicable a dicho tipo de cuentas.

Otra cuestión digna de resaltarse es que la reforma establece una forma estandarizada de llevanza del Registro para todas las entidades financieras autorizadas a llevar cuentas de

terceros y, por tanto, obligadas a gestionar este segundo escalón registral. De esta manera, y sobre la base central del Código de Cuenta de Valores (CCV), la supervisión y el control del Registro de Detalle por parte de los supervisores serán más eficientes.

Como se ha mencionado, esta reforma coincide temporalmente con T2S, la plataforma de liquidación de los bancos centrales europeos que, en régimen de *outsourcing*, van a utilizar los DCV europeos, tras la firma del Contrato de Prestación de Servicios que tuvo lugar en julio de 2012.

Iberclear ha previsto la migración a la plataforma de T2S como un proyecto articulado en dos pasos. En una primera fase, que finaliza en octubre de 2015, se implantará una nueva plataforma de liquidación y registro de valores, con el nombre comercial de ARCO, inicialmente para la renta variable. Posteriormente, en febrero de 2017, dicha plataforma técnica se conectará con T2S y se migrará a ella, 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, por contraposición al sistema de renta variable todavía vigente, en el que se requiere la entrega previa de las RR que se asignaron a la hora de la adquisición de los valores.

La liquidación será bilateral, como en el sistema T2S, y los tipos de operaciones son los gestionados por dicha plataforma técnica de liquidación, es decir:

- Entrega contra pago.
- Recepción contra pago.
- Entrega libre de pago.
- Recepción libre de pago.
- Entrega con pago.
- Recepción con pago.
- Pago sin entrega.
- Pago sin entrega con efectivo cero.

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 ECC 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 CSD. Asimismo, los DCV que se conecten con Iberclear tendrán que cumplir los mismos requisitos

que cualquiera de sus entidades participantes, asumiendo el objetivo de que la liquidación y custodia transfronterizas estén sujetas a unas mismas normas y reglas.

Otras cuestiones relevantes que se introducen en esta reforma son las relativas a la gestión de incumplimientos. Aunque pendiente de la normativa de segundo nivel que está siendo elaborada por el legislador europeo en lo que a disciplina en la liquidación (*Settlement Discipline*) se refiere, el sistema desarrollado anticipa dos características de T2S. Por un lado, la «liquidación parcial», según la cual, en caso de que en la cuenta de valores del vendedor no se contara con la totalidad del saldo de valores a entregar, el sistema permitirá que se asiente por la parte del saldo disponible en dicha cuenta, funcionalidad que en la actualidad no está implementada.

Por otro lado, se establece el denominado «reciclaje» de las instrucciones de liquidación que al final de su fecha teórica de liquidación no hayan llegado a buen fin. Las instrucciones en esta situación pasarán a la siguiente fecha de liquidación y se tratarán de liquidar con prioridad sobre las restantes, hasta que se consigan liquidar o sean anuladas bilateralmente por las entidades participantes involucradas. Para el caso en que la instrucción provenga de una ECC, al cuarto día se tratará de recomprar los valores.

Quizá, una de las peculiaridades más relevantes de la reforma de la liquidación sea la introducción de un «procedimiento opcional de liquidación» de órdenes por intermediarios financieros. El objetivo es facilitar a los intermediarios financieros que, en el momento de la ejecución de las órdenes de contratación, no sepan aún las titularidades de los compradores o vendedores que puedan liquidar la operativa en fecha de liquidación, momento en que se supone que sí tendrán conocimiento de las titularidades de los valores liquidados.

Serán considerados intermediarios financieros a estos efectos las Empresas de Servicios de Inversión (ESI) o las entidades de crédito que estén habilitadas para la transmisión de órdenes por cuenta de terceros, ya sean miembros negociadores participantes en una plataforma de negociación, o ya sean clientes de dichos miembros.

El procedimiento opcional de liquidación no podrá utilizarse cuando el beneficiario final de las operaciones sea un cliente minorista o un cliente a quien la normativa obligue a ser identificado en el momento de introducir la orden en el mercado¹⁷. Tampoco se puede usar para la cuenta propia del intermediario financiero, del miembro negociador interviniente o de una entidad participante en Iberclear.

Las operaciones a las que se podrá aplicar este procedimiento serán aquellas ejecutadas en plataformas de negociación que se liquiden con la intervención de una ECC, siempre que se cumplan las siguientes condiciones:

- a) Que la regulación interna de las infraestructuras de post-contratación prevea y regule este tipo específico de cuentas y de modalidad operativa.
- b) Que el intermediario financiero haya optado por esta modalidad operativa con los participantes en las infraestructuras de post-contratación.

¹⁷ No podrán acogerse a este procedimiento las negociaciones de las órdenes correspondientes a negociación de alta frecuencia a partir del momento en que se implante la obligación de identificar esta actividad en las *vendor feeds* de los mercados.

- c) Que el intermediario financiero proceda a la apertura de una cuenta individual a su nombre en el Registro Central de la ECC y en el Registro Central de Iberclear, que, además, estarán relacionadas entre sí. Estas cuentas serán denominadas «cuentas individuales especiales de intermediarios financieros» (en adelante, cuenta individual del intermediario financiero) y su finalidad será la de desarrollar esta modalidad de liquidación¹⁸.

El intermediario financiero procederá a la apertura de estas cuentas en la ECC y en Iberclear a través de su miembro compensador y de la entidad participante con la que aquel tenga relación, respectivamente.

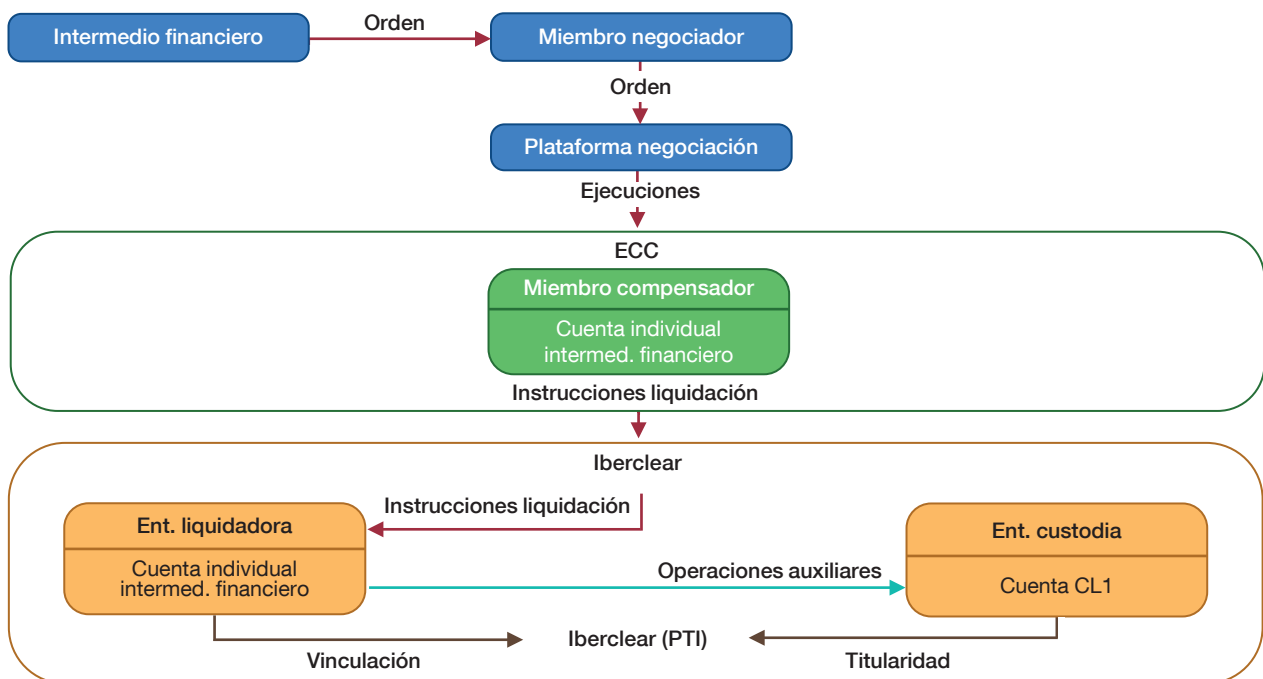
Las cuentas individuales de intermediario financiero abiertas en distintas ECC podrán estar asociadas a una misma cuenta individual de intermediario financiero en Iberclear.

- d) Que el intermediario financiero disponga de una cuenta individual abierta en el Registro Central a su nombre¹⁹ (cuenta propia) para los casos en que se produzcan incidencias en la liquidación y sea necesario trasladar a dicha cuenta los saldos de valores que pudieran quedar en la cuenta individual del intermediario financiero al final del día.

El esquema general de funcionamiento de este procedimiento queda reflejado en el siguiente diagrama:

PROCEDIMIENTO OPCIONAL DE LIQUIDACIÓN

ESQUEMA 1



FUENTE: Elaboración propia.

18 Sobre la cuenta individual de intermediario financiero se podrán liquidar, además de las instrucciones comunes a todas las cuentas, otras operaciones cuya finalidad sea gestionar los fallos derivados de las operaciones auxiliares. Iberclear establecerá los procedimientos de control necesarios para que en esta cuenta se liquiden las operaciones para las que se ha diseñado este procedimiento, así como aquellas que sean necesarias para solventar los fallos que pudieran producirse.

19 En el caso de que el intermediario financiero sea entidad participante en Iberclear, esta cuenta individual será una cuenta propia.

Por último, cabe destacar que, unas semanas después de la implantación de la reforma, está previsto que la fecha de liquidación en Iberclear de las operaciones bursátiles y la operativa ejecutada en otras plataformas de negociación se reduzca a dos días después de su fecha de contratación (D + 2), cumpliendo con lo establecido en el Reglamento de CSD y alineando el procedimiento con el resto de los mercados europeos que ya migraron del D + 3 al D + 2 en octubre de 2014.

3.3 GESTIÓN DE EVENTOS CORPORATIVOS

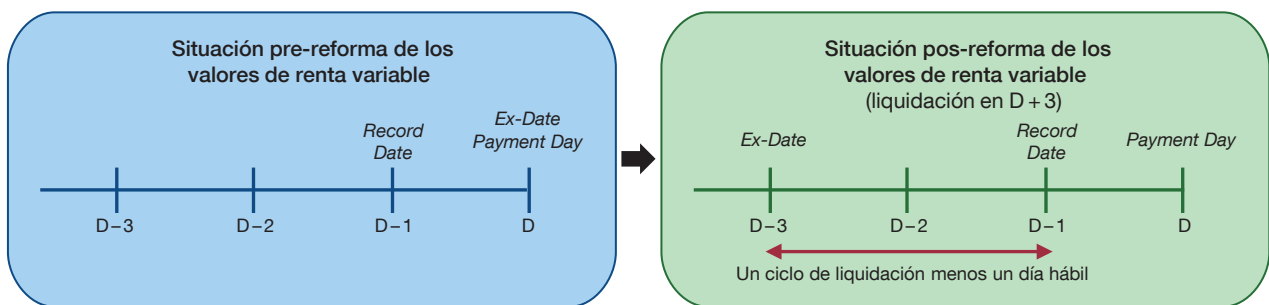
Otro avance muy significativo del sistema de liquidación y registro de valores español tendrá lugar en el siempre complejo ámbito de la gestión de los eventos corporativos. La decisión ha sido implantar todos los estándares internacionales definidos en el seno del Corporate Actions Joint Working Group (CAJWG) y del Joint Working Group on General Meetings (JWGGM), respaldados a su vez por T2S y su grupo de trabajo, T2S Harmonization Steering Group.

Uno de los cambios más importantes en este ámbito tiene que ver con la forma de establecer las fechas de *Ex date* y *Record date*, que determinan quién tiene derecho a participar en un evento corporativo.

A continuación se incluye un esquema explicativo de la situación actual y de la futura tras la implantación de la reforma:

FECHAS DE LOS EVENTOS CORPORATIVOS

ESQUEMA 2



FUENTE: Elaboración propia.

Otras de las novedades significativas en lo que a tratamiento de eventos corporativos se refiere son las siguientes:

- La entidad emisora del valor en cuestión deberá designar ante el DCV, Iberclear, una única entidad agente para la gestión del evento corporativo, que deberá ser, a su vez, entidad participante en Iberclear.
- Los intercambios de información entre la entidad agente, Iberclear y sus entidades participantes se realizarán siguiendo formatos de comunicación estandarizados.
- La entidad emisora deberá comunicar los detalles del evento corporativo, y su entidad agente deberá confirmarlos expresamente.
- Las entidades emisoras deberán realizar los cargos y abonos derivados de los eventos corporativos a través de Iberclear; se utilizará el sistema de pagos

TARGET2, hasta la migración a T2S, momento en el que se emplearán las cuentas de efectivo dedicadas de las entidades participantes en dicha plataforma técnica, T2S.

3.4 SUPERVISIÓN Y CONTROL DEL SISTEMA

Como se ha comentado antes, la eliminación del control y la trazabilidad en el sistema que facilitaban las RR 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, el denominado *Post-Trade Interface* o PTI.

El PTI es la base de datos, el 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 la 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 la post-contratación sea máxima y que el coste operativo sea mínimo.

La gestión de esta base de datos recaerá, muy posiblemente, en Iberclear; para confirmar esta cuestión se debe acudir a la Reforma de la Ley del Mercado de Valores, que en el momento de redactar este artículo aún no está publicada. Por tanto, este apartado ha de considerarse con especial prudencia, dada su provisionalidad.

La información que remitir al PTI será la misma independientemente del hecho de que la infraestructura sea o no del grupo BME, por lo que aquí también se mantiene la necesaria neutralidad entre infraestructuras competidoras (Bolsa-plataformas de negociación, ECC y DCV).

El PTI es un mecanismo o herramienta inexistente en otros mercados. Es preciso explicar con claridad su configuración y su 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; esta función, como ya se ha explicado, corresponde al Registro de Doble Escalón (Registro Central y Registro de Detalle).

El PTI no se inmiscuye, tampoco, en los procesos de liquidación, siendo estos los establecidos por T2S; 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 estas y las infraestructuras, por lo que asegura el acceso a la información en igualdad de condiciones y manteniendo la necesaria confidencialidad.

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, similares a la seguridad alcanzada en el sistema actual con las RR.

4 Conclusión

La reforma del sistema de post-contratación de valores en España supone un hito solo comparable en su complejidad a la entrada en vigor del Real Decreto de Anotaciones en Cuenta en 1987 y la Ley del Mercado de Valores en 1988. En esencia, la reforma supone la introducción de una ECC en el proceso de compensación y liquidación de los valores de renta variable. Las peculiaridades que tendrá que desarrollar BME Clearing no provienen sustancialmente del control de riesgos —dadas las características de mercado al contado—, sino de la introducción de nuevos miembros, la entrada en funcionamiento del PTI, el mecanismo de préstamo de última instancia, el tratamiento de los eventos corporativos y el proceso de resolución de incidencias.

Por su parte, Iberclear realiza el mayor trabajo, al sustituir el régimen de RR e incluir nuevos miembros conforme a T2S en los procesos de liquidación, gestionar los sistemas de registro, mantener el nuevo procedimiento de trazabilidad (PTI), realizar los ajustes de eventos corporativos y adecuarse a la interoperabilidad con el resto de Europa.

A la fecha de término de este artículo, la situación actual del proyecto es la de pruebas en los desarrollos informáticos, a la espera de que se materialicen los necesarios cambios legislativos y normativos, esencialmente en la Ley del Mercado de Valores (LMV) y en el Real Decreto 116/92, y se pueda implantar esta reforma en la fecha acordada: octubre de 2015.

Llevar a buen fin esta reforma no solo exige un esfuerzo importante y costoso para BME, a través de la implicación de buena parte de su organización, sino que precisa de la colaboración y esfuerzo de todos los agentes operativos del mercado de renta variable que actúan en España, así como de la participación del Ministerio de Economía, la CNMV y el Banco de España. Este trabajo conjunto es fundamental para el éxito del proyecto.

