

Reformas en el sistema de compensación, liquidación y registro de valores bursátiles: documento para consulta pública

12.02.2010

1. Razones para la reforma

El sistema español de compensación, liquidación y registro ha demostrado una extraordinaria robustez y un grado de seguridad muy alto. Sin embargo, este sistema presenta una serie de singularidades que podrían afectar a su capacidad para incorporarse al proceso de integración de los sistemas nacionales de post contratación actualmente en curso en la Unión Europea.

En el informe conjunto de la CNMV y Banco de España: “Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones”, publicado en diciembre de 2007, se señalaban una serie de cambios que podría ser conveniente abordar en los procedimientos de compensación, liquidación y registro de valores de la plataforma bursátil de Iberclear *“para lograr una mayor homologación de los actuales procesos de post-contratación en el ámbito doméstico con las prácticas o estándares europeos aceptados en esta actividad.”*

En la presente nota se describen y detallan las modificaciones necesarias para conseguir estos objetivos que, a grandes rasgos, están enunciadas en el informe mencionado.

Las modificaciones que se someten a consulta pública permitirán *“facilitar la interoperabilidad del sistema de liquidación español con los sistemas existentes en Europa”*. En efecto, uno de los puntos más prominentes en el panorama de la C&L en Europa es el proyecto del Eurosistema de poner en marcha una plataforma técnica que provea un servicio de liquidación de valores centralizado (T2S). Las especificidades nacionales, entendiéndolo por ello las prácticas y normas que se aparten de un estándar promedio, sólo podrán tener cabida en T2S en la medida en que resulten operativamente compatibles y económicamente eficientes.

Este análisis puede ser también de utilidad en un marco de reflexión más amplio, que incluya los distintos sistemas de liquidación de valores (renta fija y variable) existentes en España, con las miras puestas en lograr la máxima armonización posible teniendo en cuenta las distintas categorías de valores relacionadas.

En todo caso, la existencia de normas, procedimientos y prácticas que difieran de los países de nuestro entorno no sería, en absoluto, motivo suficiente para una reforma que atañe al funcionamiento ordenado y la seguridad jurídica de alguna de las funciones básicas (la liquidación y el registro) más relevantes para los mercados de valores. Si no existiesen elementos que pudiesen mejorar la seguridad, agilidad y eficiencia del sistema y su posicionamiento competitivo en un entorno de mercados abiertos (post-MiFID), los cambios planteados en este documento no tendrían justificación.

Los elementos que sugieren la necesidad de reformas en el sistema español, con independencia de T2S, radican en la diferencia entre el entorno de mercado en el que se crearon (en la primera mitad de los años 90) y las condiciones actuales. Entre ellos podemos destacar los siguientes:

1. La des-mutualización de los mercados secundarios oficiales

Un mercado mutualizado, con una filosofía de “club” entre iguales (miembros/participantes/custodios), ha sido sustituido, como en muchos otros países europeos, por un operador cotizado (cuyos accionistas ya no son necesariamente sus usuarios) en un entorno de creciente especialización, donde la secuencia de funciones (negociador/compensador/liquidador/custodio) tiende a la especialización y a la separación funcional e institucional, con diferentes requisitos de solvencia en cada caso.

2. La apertura de la negociación a la competencia.

Frente a un entorno de un único mercado doméstico en régimen de monopolio, nos encontramos ahora con un mercado cambiante, en el que la competencia entre centros alternativos de negociación es una realidad. En ese ámbito, los sistemas de liquidación deben convertirse en proveedores de servicios a múltiples usuarios (no necesariamente sólo miembros de bolsa) con operaciones provenientes de múltiples plataformas (no necesariamente oficiales) así como otras operaciones puramente OTC. Adicionalmente, la provisión de servicios de compensación y liquidación en el ámbito europeo, incluso para valores españoles, requiere de versatilidad en términos de modalidades de liquidación, plazos, ciclos, etc.

3. La persistencia de rigideces derivadas del aseguramiento de la entrega y de la asignación de la firmeza al momento de la contratación.

En coherencia con lo mencionado en el punto anterior, el aseguramiento de la entrega y la asignación de la firmeza al momento de la contratación (técnicamente, el momento en que se comunica a Iberclear la contratación, inmediatamente después de su realización) difieren de las prácticas internacionales. En un entorno de competencia como el descrito resulta conveniente analizar la posibilidad de flexibilizar y diversificar estos principios.

4. El reconocimiento incondicional de las compras y el riesgo de desajustes en los saldos reconocidos.

El reconocimiento de todas las compras, con independencia de la correcta liquidación de las correspondientes ventas, supone una seguridad concebida en su día como garantía para el comprador de buena fe en un mercado único y centralizado, que puede llegar a producir, no obstante, desajustes transitorios en los saldos reconocidos de valores de las entidades participantes (que no son exclusivos del sistema español) y que no resultan deseables en una perspectiva de medio plazo.

5. La mayor sensibilidad ante el riesgo de crédito tras la crisis de 2007-2009.

La ausencia de una CCP adecuadamente capitalizada, sustituida hasta ahora por un mecanismo de fianzas solidarias entre las entidades participantes no es el modelo que se está utilizando en los países europeos con los que el mercado español debe competir, si bien los resultados hasta el momento han sido satisfactorios. La importancia de mantener una gestión dinámica del riesgo es clave desde la perspectiva de los impactos sistémicos, teniendo en cuenta que el riesgo de contrapartida se ha situado en primer plano tras la crisis y la experiencia de Lehman Bros.

6. Los cambios en la estructura e internacionalización del mercado.

La internacionalización, tanto en materia de admisión a cotización (valores listados en varios mercados) como de contratación (miembros remotos) está transformando los modos de relación de los mercados y sus infraestructuras de C&L con los participantes, como se está comprobando en el entorno post-MiFID. La internacionalización exige esfuerzos para hacer más compatibles los procedimientos de post-contratación domésticos actuales con los de nuestro entorno. Ello facilitaría

tanto las conexiones de Iberclear con otros CSDs como las de sus participantes con otros sistemas de liquidación.

7. La tendencia creciente a la interconexión internacional de CSDs.

La interoperabilidad o interconexión es una tendencia que, incluso fuera del ámbito de T2S, está siendo intensamente fomentada a escala legal y operativa desde la Comisión Europea y responde a una clara demanda de los participantes. El avance hacia modelos de compensación y liquidación y tenencia de valores compatibles entre sí o al menos integrables a través de convertidores o mecanismos centrales resulta una conclusión natural de esta tendencia.

La transformación que se esboza en este informe es la de mayor calado en el sistema de liquidación y registro desde 1992 y resulta clave para su eficiencia, afectando a procedimientos en el registro de la propiedad, la gestión de la liquidación y la gestión de riesgos del sistema. Teniendo en cuenta lo anterior, parece imprescindible contar con la activa y decidida colaboración de Iberclear y de sus participantes para acometer este proyecto y también con un adecuado grado de transparencia y participación pública.

2. Identificación de los cambios necesarios.

Desplazar la firmeza hacia el momento de la liquidación y revisar los principios del sistema y los mecanismos de aseguramiento de la entrega.

Actualmente, para las operaciones bursátiles, la firmeza de las órdenes de transferencia de valores y efectivo (irrevocabilidad e incondicionalidad) se produce en el momento inmediatamente posterior a la contratación (cuando Iberclear recibe los volúmenes contratados). Paralelamente, el sistema de liquidación cuenta con el principio del aseguramiento de la entrega, para lo cual se estableció un conjunto de mecanismos que persiguen la liquidación de todas las operaciones firmes en su fecha teórica. A pesar de esos mecanismos, en la práctica no siempre se consigue liquidar a tiempo todas las ventas en su fecha valor y, como consecuencia, se puede generar ocasionalmente desajustes transitorios en los saldos de valores reconocidos que, si bien estarían absolutamente identificados y controlados por el sistema, sería deseable eliminar.

El sistema en vigor fue diseñado partiendo de unas premisas implícitas de mercado de volumen limitado y en situación de estabilidad (volatilidades poco elevadas, concentración del lugar de contratación) y otras explícitas como la prohibición expresa de las ventas sin posición de valores, de la operativa OTC, etc., circunstancias que, con el paso del tiempo, han cambiado.

La reforma pretende trasladar la firmeza hacia el momento de la liquidación efectiva de la operación, en consonancia con la tendencia en los demás sistemas europeos, y permitir, en último extremo, la revocación de las instrucciones de liquidación como mecanismo final de resolución de incidencias.

En paralelo se pretende que el sistema pueda liquidar en plazos diferentes, en caso de existir demanda de los participantes, de manera que pueda competir con los estándares actuales de los sistemas europeos, facilitando el acortamiento del plazo medio de liquidación de las operaciones.

Instalar una CCP para operaciones de bolsa.

Aunque el sistema español cuenta con un mecanismo de gestión del riesgo mediante la aportación y mantenimiento de una fianza solidaria entre sus participantes, la posibilidad de revocación de instrucciones de liquidación conllevaría la aparición de riesgo de contraparte, cuyo impacto debe limitarse en lo posible, especialmente en los mercados multilaterales. Además, la protección del inversor, especialmente del minorista, aconseja establecer

mecanismos eficaces que proporcionen garantías a la liquidación y minoren en lo posible las anulaciones.

Los principales mercados internacionales de acciones introdujeron desde mediados de los 90 entidades de contrapartida central (CCPs) para extender el alcance de las garantías en la liquidación (lo que reforzaba su atractivo para los inversores), simplificar los procesos de liquidación y permitir una gestión centralizada y activa del riesgo de contraparte.

La puesta en funcionamiento de una CCP para operaciones bursátiles resulta imprescindible si se revisan los mecanismos actuales de aplicación del principio del aseguramiento en la entrega.

Además, el neteo que realiza la CCP produce una reducción importante en el número de operaciones a liquidar, lo que simplifica estos procesos y favorece la competitividad de los sistemas de cara a proyectos integradores como T2S. Este esquema de Mercado-CCP-CSD es el habitual en los principales mercados internacionales y con él se trabaja prácticamente en toda Europa¹.

Modificar el proceso de seguimiento de titularidades

Los procedimientos de liquidación de Iberclear, atendiendo a los principios del sistema español, son muy exigentes en la identificación precisa de los valores vendidos, que deben presentarse antes de la liquidación en el proceso de justificación de ventas. Estos elementos conllevan una fuerte imbricación entre los procesos de liquidación y los de registro, difícilmente separables en la práctica.

Una vez se modifiquen los procedimientos de aseguramiento de la entrega y se introduzca una CCP (o varias) que trabaje por saldos, en la que los miembros liquidadores y la CCP serían responsables de las operaciones a liquidar, ya no sería necesaria la identificación previa de los valores a entregar, siendo posible la aportación de las RRs a posteriori.

El cambio en el procedimiento propuesto implicaría, por tanto, una mayor separación funcional entre las áreas de liquidación y registro, en contraposición a la situación actual, elemento que, a su vez, facilitaría la integración en proyectos que, como es el caso de T2S, ofrecen servicios funcionalmente separables.

No obstante, el objetivo de lograr una mayor agilidad de los procesos de liquidación no debe perturbar las tareas para las que las RRs constituyen un elemento crítico, como son la auditabilidad del sistema, la integridad del registro y la supervisión, que en ningún caso dependen de la presentación previa de la RR para liquidar las ventas. Es decir, se plantea el mantenimiento de las RRs (u otro sistema de control de saldos y control numérico de titularidades que produzca las mismas prestaciones que las RRs) eliminando su exigencia previa para la liquidación de las ventas.

La aportación de las RRs a posteriori no solo precisaría de la revisión en profundidad de los procedimientos de liquidación de Iberclear, sino que también haría necesaria la introducción de procedimientos específicos de control y contraste de movimientos de saldos y flujos.

3. Implicaciones estratégicas de los cambios planteados

Los cambios que se proponen repercutirán y, a su vez, estarán influidos por la distribución actual del negocio de valores español en renta variable. Medido en importe efectivo, las empresas de servicios de inversión (ESI) residentes lideran la contratación con una cuota del 60%. En la liquidación, las sucursales de entidades de crédito y ahorro (ECA) de la UE son las que tienen mayor cuota alcanzando el 62% mientras que las ECA residentes dominan la actividad de registro, con una cuota del 85%.

¹ Recientemente se han introducido CCPs en Suecia, Finlandia y Dinamarca. Hace algo más de un año se puso en marcha en Hungría.

Pueden entrecruzarse algunas implicaciones de los cambios que se proponen y que pueden sintetizarse en tres grupos:

1. Concentración de las actividades de liquidación y registro con posible reducción del número actual de participantes.

El número actual de participantes es muy elevado, pero la actividad está muy concentrada: de las 74 entidades activas en liquidación, 10 cubren el 80% del volumen y, en registro, 15 cubren el 80% del saldo de valores de renta variable. Se trata de actividades susceptibles de generar riesgo sistémico, que requieren de una tecnología de procesos y sistemas sofisticada, por lo que los cambios propuestos para el sistema podrían conllevar una mayor concentración en las entidades con mayores capacidades y recursos. Por otra parte, la reforma podría permitir a determinados participantes acceder a algunas funciones sin tener que asumir otras que, en términos competitivos, les resulten gravosas².

2. Alteración de las líneas de ingresos de los participantes del sistema, alteración de costes y tarifas en la cadena de valor.

Es previsible una mayor especialización empresarial, con la aparición de nuevas funciones y modelos de negocio, en lo que hoy es en gran medida una cadena de valor integrada verticalmente. En cualquier caso, la distribución de costes y de ingresos a lo largo de la cadena de valor (a) contratación, (b) compensación/liquidación y (c) registro, se verá previsiblemente alterada para los distintos tipos de entidades intervinientes.

3. Posibles cambios en la operativa de contratación.

La alteración del sistema de registro con la eliminación de las restricciones operativas ligadas al momento de la firmeza y al aseguramiento de la entrega podría requerir la revisión de algunas reglas de contratación, entre otras en materia de agrupación de órdenes o de limitación de ventas en corto.

4. Detalle de las modificaciones que se deben acometer y analizar

En esta sección se hace una identificación genérica de las principales decisiones de diseño que deberían valorarse y adoptarse en cada ámbito para asegurar la operatividad de la reforma. Esta sección no tiene un ánimo exhaustivo ni pretende determinar a priori qué soluciones deben adoptarse en cada caso, sino más bien señalar y describir el tipo de cuestiones que debería debatirse (y resolverse) en la fase de diseño. La descripción de cada cuestión no predetermina la opinión de la CNMV.

Alguna de estas cuestiones podría verse afectada si la Comisión Europea decide finalmente abordar una propuesta de normativa en materia de registro, compensación y liquidación de valores, una vez que el Legal Certainty Group ha emitido su informe³. Igualmente, el desarrollo de la propuesta sobre legislación de las infraestructuras de mercado lanzada recientemente por la Comisión Europea⁴ podría requerir algunas modificaciones en el marco legal actual o afectar al diseño de la CCP.

4.1 Necesarias para desplazar la firmeza hacia el momento de la liquidación y revisar otros principios del sistema.

² La novación de la CCP minoraría la percepción por los miembros del mercado del riesgo de contraparte, lo que favorece la existencia de miembros con muy diferentes niveles de solvencia en mercados multilaterales, característica actual de la bolsa española, que conviene mantener en lo posible.

³ "Second Advice on solutions to legal barriers related to post-trading within the EU". Legal Certainty Group. Agosto 2008.

⁴ "Discussion Paper for the 1st meeting of Derivatives and Market Infrastructures Member States Working Group". 22 January 2010. Legislation on Market Infrastructures.

Diversidad de modelos de liquidación (ruptura del principio de universalidad)

La adaptación a la creciente diversidad de regímenes y modalidades de negociación recomienda disponer de una pluralidad de procedimientos que puedan aplicarse a unos mismos valores. Además, en relación a la reforma planteada, la posibilidad de anular operaciones exige disponer de medios para reducir estas incidencias, en cualquier caso no deseables. Para ello podría ser necesario disponer de diferentes plazos y procedimientos de liquidación para los mismos valores. Estas transformaciones supondrían la ruptura del principio de universalidad, en su acepción actual, por el que las excepciones deben ser las menores posibles.

En particular, disponer de un mecanismo de liquidación de operaciones en tiempo real para las operaciones bilaterales podría ampliar el cuadro de servicios del sistema de liquidación y traería importantes externalidades positivas al sistema permitiendo la liquidación de operaciones bilaterales sin esperar al plazo del ciclo estándar, ahorrando garantías a los participantes, reforzando la firmeza intra-día y facilitando la reposición de saldos de valores para prevenir insuficiencias en la entrega.

Mayor oferta de ciclos y flexibilización de fechas valor (ruptura del principio de objetivación de la fecha de liquidación)

La flexibilización de los plazos de liquidación de manera que la oferta de posibilidades sea más amplia que la actual (sólo D+3), implica romper el principio de objetivación de la fecha de liquidación. Podría resultar conveniente ofrecer plazos de liquidación adaptados a cada tipo de operación o modo de contratación. Paralelamente, se deberá valorar si existe demanda para disponer de más cuentas o procesos, tanto multilaterales como bilaterales, de liquidación.

Permitir la revocación de las instrucciones de liquidación como mecanismo de resolución de incidencias (revisión de la aplicación del principio de aseguramiento en la entrega).

La revocación de las instrucciones de liquidación comunicadas al sistema constituiría un mecanismo de último recurso para resolver incidencias, aplicable cuando los restantes procedimientos previstos no tengan éxito. Debería permitirse que las partes afectadas por el incumplimiento de una de ellas pudieran optar entre la revocación de las instrucciones o su dilación.

4.2 Necesarias para instalar una CCP que compense operaciones de valores bursátiles.

Requerimientos normativos y diseño general

Actualmente la normativa referente a la autorización y funcionamiento de las CCPs radicadas en España se limita al art. 44 ter. LMV. Podría ser conveniente modificar este artículo para permitir el establecimiento, por ejemplo, de **requisitos de solvencia o, en su caso, de estatus especial (bancario) para la CCP** no establecidos actualmente o, al menos, dejarlo para desarrollo posterior (RD u OM).

En todo caso, habría que analizar las posibles ubicaciones de la CCP, así como **contemplar un escenario de coexistencia de varias CCPs** en el futuro y, en ese caso, las relaciones entre las mismas y el proveedor central de liquidación y registro.

Para asegurar que el diseño legal resulta compatible con un modelo de negocio viable y, por tanto, que el proyecto de la CCP cuente con candidatos suficientes para su gestión, debería realizarse un **análisis del modelo de negocio** (business case).

Ámbito de la CCP: operaciones y cuentas de valores.

A corto plazo, conviene decidir para **qué operaciones**, dependiendo de la modalidad de contratación, **conviene hacer obligatoria la utilización de la CCP**. Una posibilidad sería registrar en la cámara al menos toda la operativa multilateral, pudiendo dejarse voluntario el registro de operaciones bilaterales negociadas fuera del mercado. El establecimiento de obligatoriedad respecto a las operaciones a registrar en la cámara podría requerir de una norma de rango legal.

A la hora de establecer el detalle de las cuentas que los participantes pueden abrir en la CCP convendría analizar si se establece la obligación de individualizar determinadas cuentas de terceros, además de la cuenta propia y la global de terceros actuales. A la hora de establecer la taxonomía de los tipos de cuenta debería tenerse en consideración que, cuantas más cuentas se permitan, menor será la capacidad de neteo de la CCP y, sin embargo, mayor será la protección con la que contarán los titulares de dichas cuentas.

A la hora de delimitar el contorno de operaciones a las que se aplicaría el régimen de la CCP, habría que valorar si conviene o no limitar su alcance o, por el contrario, permitir que se aplique también a los valores negociados en los mercados secundarios oficiales de renta fija así como de productos derivados OTC.

Requisitos de solvencia de la CCP y de sus participantes: recursos propios de la cámara, control de riesgos, garantías de los participantes, otras garantías, establecimiento de límites diarios a la introducción de riesgos.

La concentración del riesgo en la CCP y sus participantes directos aconseja establecer requisitos de solvencia adecuados para todos ellos, que prevengan y cubran los riesgos de crédito y liquidez. Para ello, la CCP debería contar con los recursos financieros suficientes, que habrá que dimensionar, además de exigir unos niveles mínimos de solvencia a sus participantes.

La CCP debería seguir las “mejores prácticas” establecidas en materia de **gestión y cobertura de riesgos**, contando con un fondo de garantía, garantías diarias y extraordinarias (márgenes) además de sus propios recursos.

La necesidad de que una CCP deba disponer de acceso inmediato a la liquidez aconseja valorar la posibilidad de establecer requisitos en términos de coeficientes de liquidez sobre los recursos propios y las garantías gestionadas por la cámara. Alternativamente, cabría considerar la opción, más restrictiva, de **imponer a la cámara la obligación de tener estatuto bancario**. Esta opción es la que más está proliferando en Europa.

Entre los mecanismos de control de los riesgos de crédito y liquidez que deberá poner en marcha, la CCP debería incluir procedimientos específicos para resolver las situaciones de incumplimiento y de quiebra de sus participantes.

Miembros participantes en la CCP / CSD: establecimiento de procedimientos de asignación de participantes compensadores para los miembros del mercado.

Para mantener la diferenciación entre las funciones de negociación y compensación convendría establecer mecanismos para que todas las operaciones de los miembros de mercado se asignen a los participantes en la CCP. En la actualidad, en Iberclear, todos los miembros de mercado son participantes en el sistema por lo que las operaciones no asignadas explícitamente a otro liquidador se mantienen como riesgo para el negociador. Sin embargo, no hay razones objetivas o legales para mantener este esquema cuando se incorpore la CCP.

Dado que la CCP únicamente tiene información sobre las operaciones a compensar y liquidar, pero no tiene acceso al registro, debería ser responsabilidad de los miembros compensadores garantizar la suficiencia de valores y efectivo de las operaciones que se incluyan en cada cuenta de liquidación, con mecanismos que, entre otros, podrían incluir la respuesta, en su

caso, con valores o efectivo de su cuenta propia.

Las **categorías de miembros compensadores** y la gama de servicios que puedan ofrecer en cada caso deberían tener en cuenta los niveles de recursos propios.

Procedimientos de resolución de incidencias: recompras, préstamos

Uno de los elementos más sobresalientes que sería necesario consensuar y regular es el de la **resolución de incidencias**, procurando la mayor coordinación posible entre infraestructuras (cámaras y CSD) con el objetivo de minimizar por un lado la revocación de instrucciones de liquidación y, por otro, las recompras obligatorias.

Penalizaciones ligadas a recompras y a anulaciones

El esquema actual ha demostrado que el establecimiento de un sistema de penalizaciones contribuye en gran medida a mantener un elevado nivel de eficiencia. Las recompras (entendidas como resolución de incumplimientos, aunque no necesariamente como las actuales en lo operativo) y las anulaciones deben considerarse como posibilidades excepcionales. Ello aconseja estudiar el establecimiento de un **esquema de penalizaciones** que desincentive seriamente a los participantes, de modo que los incumplimientos sean poco frecuentes, pero que no sitúe al mercado español en una posición poco competitiva frente al resto de mercados europeos. Dichas penalizaciones deberían tender a impedir la posibilidad de que el incumplidor obtenga beneficio por la diferencia de cambio.

Información a transmitir entre mercado, CCP y sistema de liquidación y registro: flujos y definición de las operaciones a liquidar de forma que permitan identificar las contrapartidas en todo momento (bilateralización)

La introducción de una CCP aconseja analizar un **replanteamiento de los flujos actuales de información entre las infraestructuras y sus participantes** que tenga en cuenta las necesidades de cada uno de ellos y la interacción entre la CCP y los procesos de liquidación y registro a cargo de Iberclear y de sus participantes.

Actualmente, las operaciones de compra y venta se formalizan por separado en el proceso de desglose, sin que sea posible mantener la correspondencia entre estas operaciones y las ejecuciones originales, lo que impide la identificación de las contrapartidas. La posibilidad de revocar instrucciones de liquidación o de retrasar su liquidación sin reconocer al comprador la titularidad de los valores aconseja diseñar un sistema para mantener la identificación de las contrapartidas desde la ejecución en el mercado, con las implicaciones correspondientes sobre el sistema actual de desglose, de forma que las operaciones se identifiquen al máximo posible con las ejecuciones originarias.

4.3 Necesarias para permitir la entrega de las referencias de registro a posteriori.

Mantenimiento de la RR para el seguimiento de las operaciones

La RR permite la trazabilidad de las operaciones, permitiendo identificar con total precisión el origen y la secuencia temporal de cualquier movimiento de valores ocurrido en el registro. En este sentido, el mecanismo de control e inscripción y cancelación de saldos que se establezca debería mantener, en lo posible, todas sus utilidades:

1. Control de ventas en corto. En la medida en que la RR aportada al justificar la venta proceda de operaciones posteriores a la misma, la venta en corto desnuda puede detectarse con total fiabilidad.
2. Control de la actividad intradía. En este punto vuelve a ser fundamental el componente de identificador temporal que contienen las RRs.

3. Control de posibles abusos en la utilización de valores de clientes para operaciones de cuenta propia o de asignación arbitraria de operaciones de clientes entre sí. Una entidad no puede usar los valores de un cliente sin su consentimiento sin dejar una huella o rastro (la RR) que permitirá, una vez detectada, sancionar esa conducta.
4. Control masivo de titularidades (ante casos de posible vulneración de legislación de OPAs, participaciones significativas o investigaciones de abuso de mercado). Permite reconstruir la forma y fechas en las que se constituyó cada posición de cada titular en un determinado valor.
5. Control fiscal. La procedencia de cada valor queda atestiguada en la RR como comprobante oficial de la fecha de su adquisición.
6. Contraste y complemento para sistemas de tenencia nominativa de acciones (como la utilizada en entidades financieras).

Nótese que ninguna de las anteriores utilidades depende de la exigencia previa de la RR en la liquidación de las ventas sino en la asunción de que esa aportación se produce en algún momento próximo a la venta y que, por tanto, cada posición en el registro cuenta con una RR válida.

Por ello, con la aportación a posteriori de la RR, u otro sistema de control de saldos y control numérico de titularidades que produzca las mismas prestaciones que las RRs, no se pierde ninguna de sus utilidades.

Definición de un control por saldos con aportación a posteriori de referencias de registro.

Actualmente Iberclear garantiza la integridad de las emisiones mediante el control de saldos en las cuentas de los participantes, utilizando un sistema de partida doble. El sistema actual, por su forma de funcionamiento, reconoce todos los valores comprados desde el momento de su contratación, pero no da de baja los correspondientes valores vendidos hasta el momento de su justificación.

En la revisión que se realice será necesario analizar cómo se realizará la conciliación de los saldos reconocidos en las cuentas de valores de las entidades participantes con la suma de los valores amparados por las referencias de registro vivas.

Plazos para la aportación de las referencias de registro. Mantenimiento de la función de identificación registral de la RR

Una opción factible sería mantener el actual mecanismo de control basado en el uso de la RR, pero dejando que su presentación previa en el caso de las ventas que se llevan a liquidar no sea obligatoria, pudiéndose aportar incluso pasado el momento de la liquidación. En este caso, sería responsabilidad de los miembros de mercado y compensadores de la CCP asegurar la suficiencia de valores y efectivo en las operaciones a liquidar. Será preciso **definir con exactitud el momento exacto del asiento registral**, en relación al momento de liquidación y al de aportación de las RRs, así como las medidas que deberían adoptarse en el supuesto de que realizada la liquidación, no se aportaran las RRs correspondientes.

Comprobación de coherencia de saldos liquidados y valores aportados. Control de la integridad de las emisiones

Con las reformas planteadas, habría que definir la información que deberán aportar las entidades compensadoras sobre los saldos y operaciones que llevan a cada ciclo de liquidación multilateral.

Iberclear debería llevar un control específico para cuadrar los saldos liquidados con los valores amparados por las RRs dadas de baja por ventas y con los correspondientes a las RRs dadas de alta por compras.

Sanciones por no aportación de las referencias de registro

Se debería establecer un **esquema de penalizaciones económicas** específicas para desincentivar las demoras en la aportación de las RRs (u otro sistema de control equivalente) que amparan los valores vendidos y liquidados. Además el sistema podría penalizar con severidad las anulaciones de instrucciones de liquidación.

Iberclear debería llevar, como ahora, un control de las incidencias del sistema en su conjunto y de las de las entidades individuales.

Función de supervisión del registro de terceros: quién y cómo se supervisa

Conviene revisar las funciones de supervisión que actualmente tiene conferidas Iberclear en el nuevo marco que se define, en materia de correcta llevanza de los registros de valores de sus participantes y procedimientos activos de supervisión

5. Metodología de trabajo y consulta pública.

La envergadura de las reformas a emprender aconsejan que el proceso necesario sea presidido por la máxima transparencia. El primer elemento es la presente consulta pública, que permitirá contar con la opinión de los participantes de la industria de valores y de las infraestructuras.

Se ha constituido asimismo un Comité de Seguimiento, presidido por la CNMV, con participación del Banco de España y representantes del sector, incluyendo a Iberclear, que se encarga de controlar la planificación y los desarrollos de los cambios necesarios, así como de coordinar al menos dos grupos de trabajo de carácter técnico.

Se espera tener un Plan de Desarrollo antes de final del 2010.

6. Apéndice. Legislación y normativa a modificar.

A continuación se identifican las normas que probablemente deberían ser modificadas. Debe tenerse en cuenta, como se ha señalado anteriormente, que los cambios que se consideran necesarios podrían verse afectados si la Comisión Europea decide finalmente acometer alguna acción legal en materia de registro, compensación y liquidación de valores. También el desarrollo de la propuesta sobre legislación de las infraestructuras de mercado lanzada recientemente por la Comisión Europea podría requerir algunas modificaciones en la normativa actual sobre estas materias. Entre otras, se han identificado una serie de posibles modificaciones a acometer en la normativa en vigor:

- Ley del Mercado de Valores (artículos 44 bis, 44 ter, disposiciones del Capítulo I del Título I).
- RD 116/92 de Anotaciones en cuenta.
- RD 505/87 de Anotaciones en cuenta de Deuda del Estado
- Reglamento de bolsas que sustituya al actual.
- Reglamento de organización y funcionamiento de Iberclear.
- Desarrollo de un RD para CCPs.
- Normativa propia de Iberclear (Circulares, Instrucciones Operativas y Procedimientos)