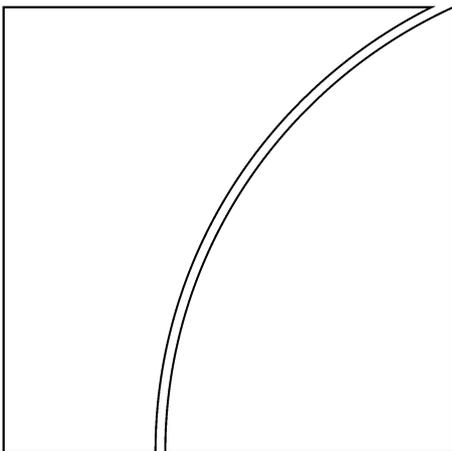


Comité de Sistemas de Pago y
Liquidación

Comité Técnico de la Organización
Internacional de Comisiones de
Valores



Recomendaciones para los sistemas de liquidación de valores

Noviembre, 2001



BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES



OICV · IOSCO

Organización Internacional de Comisiones de Valores
International Organization of Securities Commissions
Organisation internationale des commissions de valeurs
Organização Internacional das Comissões de Valores

Esta publicación puede obtenerse en:

Bank for International Settlements
Press & Communications
CH-4002 Basilea, Suiza

E-mail: publications@bis.org

Fax: +41 61 280 9100 y +41 61 280 8100

Esta publicación se encuentra disponible en la página Internet del BPI (www.bis.org) y en la de la OICV (www.iosco.org).

© *Banco de Pagos Internacionales y Organización Internacional de Comisiones de Valores 2001. Reservados todos los derechos. Se permite la reproducción o traducción de breves extractos, siempre que se indique su procedencia.*

ISBN 92-9131-551-6

Prefacio

Diversas iniciativas internacionales realizadas en los últimos años han tenido como objetivo mantener la estabilidad financiera mediante el fortalecimiento de la infraestructura financiera. La Organización Internacional de Comisiones de Valores, la OICV (International Organization of Securities Commissions, IOSCO) ha elaborado el documento "Objetivos y Principios de la Regulación de Valores" (Objectives and Principles of Securities Regulation, IOSCO, 1998) y el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación, CSPL (Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS), del que forman parte los bancos centrales de los países del Grupo de los Diez, ha elaborado el documento "Principios Básicos para Sistemas de Pago de Importancia Sistémica" (Core Principles for Systemically Important Payment Systems, BIS, 2001). Partiendo del trabajo previo, el CSPL (Comité de Sistemas de Pago y Liquidación) y el Comité Técnico de la OICV buscan contribuir aún más a este proceso desarrollando de forma conjunta estas Recomendaciones para los Sistemas de Liquidación de Valores.

Las recomendaciones fueron desarrolladas por el Grupo de Trabajo sobre Sistemas de Liquidación de Valores que el CSPL y el Comité Técnico de la OICV en diciembre de 1999. El Grupo de Trabajo está integrado por 28 participantes de los bancos centrales y reguladores de valores de 18 países y regiones, así como de la Unión Europea. La tarea del Grupo de Trabajo ha contado con las contribuciones de otros bancos centrales y reguladores de valores, así como de operadores y participantes de los sistemas de liquidación de valores. En enero de 2000, el Grupo de Trabajo recibió contribuciones de diversos bancos centrales y reguladores de valores que representaban alrededor de 30 países, así como de representantes del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial. En enero de 2001, el CSPL y el Comité Técnico de la OICV publicaron una versión de este informe que se sometió a consulta pública. Se recibieron casi 90 respuestas y entre los comentaristas se incluye una amplia variedad de partes interesadas, principalmente de Europa aunque también de Asia, África y América. Como resultado de estos comentarios se han modificado sustancialmente diversas recomendaciones y se ha añadido una nueva recomendación sobre los enlaces transfronterizos entre los sistemas de liquidación.

Las 19 recomendaciones y los textos explicativos que las acompañan identifican los estándares mínimos que los sistemas de liquidación de valores (SLVs) deben cumplir. Las recomendaciones han sido diseñadas para abarcar sistemas que operan con todo tipo de valores, para valores emitidos tanto en países industrializados como en desarrollo y para operaciones internas así como transfronterizas.

Se espera que las autoridades nacionales responsables de la regulación y vigilancia de los SLVs evalúen si los mercados en su jurisdicción han aplicado las recomendaciones, y, si fuera necesario, que desarrollen planes de acción para lograr su aplicación. Como un primer paso importante hacia el establecimiento de una metodología completa para evaluar la aplicación de las recomendaciones, este informe incluye preguntas clave relativas a cada una de las recomendaciones, cuyas respuestas podrían servir de punto de referencia para las evaluaciones. El CSPL y el Comité Técnico de la OICV han comisionado al Grupo de Trabajo para que complete el desarrollo de la metodología de evaluación en 2002.

El CSPL y el Comité Técnico de la OICV agradecen a los miembros del Grupo de Trabajo y a sus Copresidentes, Patrick Parkinson de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal (Board of Governors of the Federal Reserve System), Giovanni Sabatini de la Comisión Nacional de Sociedades y Bolsa (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) de Italia (hasta mayo de 2001) y Shane Tregillis de la Comisión de Valores e Inversiones de Australia (Australian Securities and Investments Commission) (desde junio de 2001) por la celeridad con la que han completado este informe.

Tommaso Padoa-Schioppa, Presidente
Comité de Sistemas de Pago y Liquidación

David Brown, Presidente
Comité Técnico de la OICV

Índice

1.	Introducción	1
	Exposición 1 CSPL-Comité Técnico de la OICV Recomendaciones para los Sistemas de Liquidación de Valores.....	4
2.	Objetivos de Política Pública.....	7
3.	Recomendaciones.....	8
	Recomendación 1: Marco legal.....	8
	Recomendación 2: Confirmación de la negociación	9
	Recomendación 3: Ciclos de liquidación.....	10
	Recomendación 4: Entidades de contrapartida central (ECCs)	11
	Recomendación 5: Préstamo de valores	13
	Recomendación 6: Centrales depositarias de valores (CDVs).....	14
	Recomendación 7: Entrega contra pago (ECP).....	15
	Recomendación 8: Momento de la firmeza en la liquidación.....	16
	Recomendación 9: Controles de riesgo de la CDV para tratar los incumplimientos de los participantes en la liquidación	17
	Recomendación 10: Activos para la liquidación del efectivo	18
	Recomendación 11: Fiabilidad operativa	19
	Recomendación 12: Protección de los valores de los clientes	20
	Recomendación 13: Gobierno corporativo.....	22
	Recomendación 14: Acceso.....	22
	Recomendación 15: Eficiencia	23
	Recomendación 16: Procedimientos y estándares de comunicación.....	24
	Recomendación 17: Transparencia	25
	Recomendación 18: Regulación y vigilancia.....	25
	Recomendación 19: Riesgos en los enlaces transfronterizos	26
4.	Aplicación de las recomendaciones	28
5.	Evaluación de la aplicación: preguntas clave	29
	Recomendación 1: Marco legal.....	29
	Recomendación 2: Confirmación de la negociación	29
	Recomendación 3: Ciclos de liquidación.....	30
	Recomendación 4: Entidades de contrapartida central (ECC)	30
	Recomendación 5: Préstamo de valores	31
	Recomendación 6: Centrales depositarias de valores (CDVs).....	31
	Recomendación 7: Entrega contra pago (ECP).....	32
	Recomendación 8: Momento de la firmeza en la liquidación.....	32
	Recomendación 9: Controles de riesgo de la CDV para tratar los incumplimientos en la liquidación de los participantes	33
	Recomendación 10: Activos para la liquidación del efectivo	33

Recomendación 11: Fiabilidad operativa	34
Recomendación 12: Protección de los valores de los clientes	34
Recomendación 13: Gobierno corporativo	35
Recomendación 14: Acceso	35
Recomendación 15: Eficiencia	35
Recomendación 16: Procedimientos y estándares de comunicación	36
Recomendación 17: Transparencia.....	36
Recomendación 18: Regulación y vigilancia.....	36
Recomendación 19: Riesgos en los enlaces transfronterizos.....	37
Anexo 1: Miembros de la Grupo de Trabajo CSPL-OICV sobre Sistemas de Liquidación de Valores	38
Anexo 2: El proceso de compensación y liquidación.....	40
Anexo 3: Riesgos en la compensación y liquidación de valores	43
Anexo 4: Liquidación de operaciones transfronterizas: canales y fuentes de riesgo.....	46
Anexo 5: Glosario.....	49

1. Introducción

1.1 Los sistemas de liquidación de valores (SLVs) son un componente fundamental de la infraestructura de los mercados financieros internacionales. En años recientes, los volúmenes de negociación y liquidación han crecido de manera significativa conforme los mercados de valores se han vuelto un canal cada vez más importante para la intermediación de flujos de fondos entre deudores y acreedores, y conforme los inversionistas han podido administrar sus carteras de valores de manera más activa, en parte debido a costes de transacción decrecientes. Los volúmenes de negociación y liquidación transfronterizos han crecido especialmente deprisa, lo que refleja la creciente integración de los mercados internacionales.

1.2 Las deficiencias en los SLVs pueden ser una fuente de turbulencias sistémicas para los mercados de valores y para otros sistemas de pago y liquidación. Un problema financiero u operativo en cualquiera de las instituciones que realizan funciones fundamentales en el proceso de liquidación, o en un usuario importante de un SLV, puede generar presiones de liquidez o pérdidas crediticias significativas para otros participantes. Toda interrupción en la liquidación de valores tiene el potencial de propagarse a cualquiera de los sistemas de pago utilizados por el SLV o a cualquier sistema de pago que utilice el SLV para transferir garantías. En los propios mercados de valores, la liquidez del mercado depende esencialmente de la confianza en la seguridad y la fiabilidad de los acuerdos para la liquidación; los negociadores (traders) pueden no estar dispuestos a negociar si tienen dudas significativas sobre si la operación será liquidada realmente.

1.3 El potencial que tienen los estándares internacionales para fomentar mejoras en la seguridad y eficiencia de los SLVs quedó claramente demostrado con el impacto de los estándares del Grupo de los Treinta, elaborados en 1989.¹ A pesar de que las recomendaciones del G-30 no han sido plenamente aplicadas en todos los mercados, no cabe duda de que han dado lugar a progresos bastante significativos en muchos mercados, tanto en países industrializados como emergentes. No obstante, al haber pasado más de una década, se ha puesto de manifiesto que algunos de los estándares del G-30 necesitan ser actualizados. Más aún, esos estándares no cubren ciertos aspectos que la experiencia posterior ha demostrado que son de considerable importancia, como los fundamentos legales de los mecanismos de liquidación, la transparencia, el acceso, el gobierno corporativo, la regulación y la vigilancia. (Estos últimos asuntos están cobrando todavía más importancia con la tendencia hacia la consolidación de los sistemas de liquidación, lo que es particularmente notorio en Europa.) Si bien varios grupos del sector privado (principalmente la International Securities Services Association-ISSA y la Fédération Internationale des Bourses de Valeurs -FIBV) han presentado sugerencias para actualizar las recomendaciones del G-30,² las recomendaciones de 1989 continúan siendo los únicos estándares que han alcanzado un amplio reconocimiento y un apoyo oficial.

1.4 Dentro del sector público, los organismos que establecen los estándares internacionales pertinentes son el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación, CSPL (Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS) de los bancos centrales de los países del Grupo de los Diez, y la Organización Internacional de Comisiones de Valores, OICV (International Organization of Securities Commissions, IOSCO). Los debates entre el CSPL y el Comité Técnico de la OICV resolvieron que la formulación de nuevas recomendaciones para los SLVs bajo un esquema de cooperación entre reguladores de valores y bancos centrales facilitaría progresos adicionales para hacer que dichos sistemas fueran más seguros y eficientes. Tal esfuerzo se consideró como parte de los esfuerzos más amplios desplegados por el Foro para la Estabilidad Financiera (Financial Stability Forum), en el que están representados tanto el CSPL como la OICV, para fortalecer los sistemas financieros, asegurando que las diferencias con los estándares internacionales son identificadas y subsanadas.

1.5 Para avanzar en esta iniciativa, en diciembre de 1999, el CSPL y el Comité Técnico de la OICV crearon un Grupo de Trabajo sobre Sistemas de Liquidación de Valores. Este Grupo de Trabajo está integrado por 28 participantes de bancos centrales y reguladores de valores de 18 países y

¹ Grupo de los Treinta, *Clearance and Settlement Systems in the World's Securities Markets*, 1989.

² Véase International Securities Services Association, *Recomendaciones 2000 (Recommendations 2000)*, (ISSA, 2000), y Fédération Internationale des Bourses de Valeurs, *Mejores Prácticas de Compensación y Liquidación (Clearing and Settlement Best Practices)*, (FIBV, 1996).

regiones y de la Unión Europea (Anexo 1). El Grupo de Trabajo recibió el mandato de promover la aplicación de medidas por parte de los SLVs destinadas a aumentar la estabilidad financiera internacional, reducir los riesgos, incrementar la eficiencia y proporcionar salvaguardas adecuadas para los inversionistas, desarrollando recomendaciones para el diseño, operación y vigilancia de tales sistemas. Las recomendaciones deberían identificar estándares mínimos que los sistemas debieran cumplir. Tendrían que cubrir la liquidación de operaciones, tanto internas como transfronterizas, a través de sistemas de liquidación individuales y a través de los enlaces entre esos sistemas.

1.6 Basándose en gran medida en las contribuciones recibidas durante una reunión de consulta en el Banco de Pagos Internacionales (Bank for International Settlements, BIS) en enero de 2000,³ el Grupo de Trabajo concluyó que las recomendaciones deberían estar diseñadas para cubrir los SLVs que operan con todo tipo de valores, como acciones, bonos corporativos y gubernamentales, instrumentos del mercado de dinero y valores emitidos en países tanto industrializados como en desarrollo.

1.7 El Grupo de Trabajo definió de manera amplia lo que es un SLV para incluir el conjunto completo de acuerdos institucionales para la confirmación, compensación y liquidación de operaciones de valores y la custodia segura de valores. Como se describe en el Anexo 2, es posible que pocas instituciones participen en este proceso. En años recientes, la mayoría de los mercados han establecido centrales depositarias de valores (CDVs) que inmovilizan los valores físicos o los desmaterializan, y transfieren la propiedad de éstos mediante anotaciones en cuenta en sistemas de contabilidad electrónicos. Aún en el caso en que un mercado tenga una CDV, otras instituciones realizan a menudo funciones que son fundamentales para la liquidación de las operaciones de valores. La confirmación de los detalles de una negociación suele ser realizada por una asociación bursátil o de negociación, o por las contrapartes de forma bilateral y no por la CDV. En algunos mercados, una entidad de contrapartida central (ECC) se interpone entre los compradores y los vendedores, convirtiéndose, de hecho, en el comprador para todo vendedor y el vendedor para todo comprador. A pesar de que los fondos pueden ser transferidos entre cuentas internas en la CDV, en muchos casos se utilizan las cuentas en el banco central o en uno o más bancos comerciales privados. Por último, no todos los compradores y vendedores de valores mantienen cuentas en la CDV. Al contrario, es posible que mantengan sus valores y liquiden sus operaciones a través de un custodio, y el custodio, a su vez, puede que mantenga los valores de sus clientes en un subcustodio. En algunos mercados en que los intermediarios e inversionistas mantienen sus valores en un número muy reducido de custodios, es posible que éstos liquiden las operaciones entre clientes mediante anotaciones en cuenta en sus propios libros y no en los libros de la CDV.

1.8 A partir de una revisión de los estándares existentes y de las discusiones de la reunión de consulta, el Grupo de Trabajo ha desarrollado una lista de temas y asuntos específicos para ser tratados en sus recomendaciones. Esta lista incluye el marco legal de la liquidación de valores, la administración o gestión del riesgo, el acceso, el gobierno corporativo, la eficiencia, la transparencia y la regulación y vigilancia. Para aquellos asuntos que fueron tratados por el G-30 (principalmente los asuntos de administración del riesgo), el Grupo de Trabajo utiliza las recomendaciones del G-30 como punto de partida. Para los restantes asuntos, el Grupo de Trabajo partió del trabajo previo del CSPL y de la OICV, especialmente el trabajo sobre los principios básicos para sistemas de pago de importancia sistémica y para la regulación de los mercados de valores, así como en los trabajos de ISSA y la FIBV.⁴

1.9 Como se describe en el Anexo 4, la liquidación de operaciones transfronterizas tiende a incrementar la importancia y complejidad de algunos asuntos, incluyendo las cuestiones legales, de riesgos de custodia en los sistemas jerarquizados de tenencia de valores (tiered securities holding systems) y el momento en que se alcanza la firmeza en la liquidación entre sistemas. Los mecanismos para las liquidaciones transfronterizas también representan desafíos especiales para la regulación y la vigilancia. No obstante, el Grupo de Trabajo concluyó que sería más conveniente tratar estos asuntos de manera general en los debates de las recomendaciones pertinentes para los SLVs

³ A la reunión de consulta asistieron 30 participantes de los bancos centrales y 25 reguladores de valores (que representaban en total cerca de 30 países) y por representantes del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial.

⁴ Véase CSPL, *Core Principles for Systemically Important Payment Systems* (BIS, 2001) y OICV, *Objectives and Principles of Securities Regulation* (IOSCO, 1998) y las referencias citadas en la nota a pie de página número 2.

en lugar de hacerlo por medio de recomendaciones separadas. La única excepción es una recomendación que versa sobre los riesgos en los enlaces transfronterizos entre CDVs.

1.10 Debido a la diversidad de acuerdos institucionales a escala internacional, las recomendaciones se deben centrar en las funciones a desempeñar y no en las instituciones que pudieran desarrollarlas. Mientras que algunas de las recomendaciones son pertinentes sobre todo para las CDVs, otras lo son para las bolsas de valores, asociaciones de intermediarios y otros operadores de sistemas de confirmación de negociaciones, ECCs, bancos liquidadores o custodios. Como se ha mencionado anteriormente, las distinciones entre las funciones de las CDVs y las de los custodios son cada vez más difusas en mercados en los que los custodios liquidan las operaciones entre clientes en sus propios libros. En estos mercados, es posible que algunas de las recomendaciones dirigidas a las CDVs deban ser aplicadas a tales custodios. Muchas también son pertinentes para los comisionistas-intermediarios (brokers-dealers), bancos, administradores de inversiones e inversionistas que utilizan los servicios que proporcionan las instituciones antes mencionadas. Los reguladores de valores, bancos centrales y, en algunos casos, los supervisores bancarios, deberán trabajar de forma conjunta para determinar el alcance adecuado de aplicación de las recomendaciones y desarrollar un plan de acción para su puesta en práctica. Cuando los principales intermediarios estén ubicados en otras jurisdicciones, será esencial la cooperación de las autoridades en todas las jurisdicciones pertinentes.

1.11 Las recomendaciones se presentan en la Exposición 1. El resto de este documento proporciona los razonamientos que hay detrás de las recomendaciones y las discute en detalle. La Sección 2 discute brevemente los objetivos de política pública que subyacen en las recomendaciones. La Sección 3 explica los razonamientos que apoyan las recomendaciones y desarrolla en mayor detalle cada una de éstas. La Sección 4 discute la aplicación de las recomendaciones. La Sección 5 da un primer paso hacia el desarrollo de una metodología exhaustiva para evaluar el progreso hacia su aplicación, identificando preguntas clave para cada recomendación. Como se mencionó en el Prefacio, el CSPL y el Comité Técnico de la OICV han comisionado al Grupo de Trabajo para que desarrolle una metodología global de evaluación en 2002.

Exposición 1

CSPL-Comité Técnico de la OICV

Recomendaciones para los Sistemas de Liquidación de Valores

Riesgo legal

1. **Marco legal**

Los sistemas de liquidación de valores deben tener una base legal bien establecida, clara y transparente, en las jurisdicciones pertinentes.

Riesgo previo a la liquidación

2. **Confirmación de la negociación**

La confirmación de las negociaciones entre los participantes directos del mercado debe tener lugar tan pronto como sea posible a partir del momento en que se ha llevado a cabo la negociación, pero no más tarde de la fecha de la negociación (T+0). Cuando se requiera la confirmación de las operaciones por parte de los participantes indirectos del mercado (tales como inversionistas institucionales), ésta debería producirse lo antes posible después de que la negociación se haya llevado a cabo, preferiblemente en T+0 pero no más tarde de T+1.

3. **Ciclos de liquidación**

La liquidación en plazo fijo posterior a la negociación (rolling settlement) debe ser adoptada por todos los mercados de valores. La firmeza en la liquidación debe producirse no después de T+3. Deben evaluarse los beneficios y costes de un ciclo de liquidación inferior a T+3.

4. **Entidades de contrapartida central (ECCs)**

Deben evaluarse los beneficios y costes de una ECC. Cuando se opte por introducir este mecanismo, la ECC debe controlar de forma rigurosa los riesgos que asume.

5. **Préstamo de valores**

El préstamo y toma en préstamo de valores (o repos y otras operaciones equivalentes en términos económicos) deben fomentarse como métodos para facilitar la liquidación de las operaciones con valores. Para ello, deben eliminarse las barreras que impiden la práctica del préstamo de valores.

Riesgo de liquidación

6. **Centrales depositarias de valores (CDVs)**

Los valores deben estar inmovilizados o desmaterializados y deben ser transferidos por medio de anotaciones en cuenta en CDVs en la medida de lo posible.

7. **Entrega contra pago (ECP)**

Las CDVs deben eliminar el riesgo de principal vinculando las transferencias de valores a las transferencias de fondos de tal manera que se logre la entrega contra pago.

8. **Momento de la firmeza en la liquidación**

La firmeza en la liquidación no debe tener lugar más tarde del final del día de la liquidación. Para reducir los riesgos debe lograrse que la liquidación sea firme de manera intra diaria o en tiempo real.

9. Controles de riesgo de la CDV para tratar los incumplimientos de los participantes

en la liquidación

Las CDVs que otorgan crédito intra día a los participantes, incluidas las CDVs que operan sistemas de liquidación neta, deben establecer controles de riesgo que, como mínimo, aseguren la oportuna liquidación en caso de que el participante con la mayor obligación de pago sea incapaz de liquidar. El conjunto de controles más fiable consiste en una combinación de requisitos de garantías y límites.

10. Activos para la liquidación del efectivo

Los activos que se utilizan para liquidar las obligaciones finales de pago que surgen de las operaciones con valores deben tener poco o ningún riesgo de crédito o de liquidez. Si no se utiliza el dinero del banco central, deben tomarse las medidas necesarias para proteger a los miembros de la CDV de posibles pérdidas y presiones de liquidez que puedan surgir de la quiebra del agente liquidador del efectivo cuyos activos se utilizan.

Riesgo operativo

11. Fiabilidad operativa

Las fuentes de riesgo operativo que surgen en el proceso de compensación y liquidación deben ser identificadas y minimizadas mediante el desarrollo de los sistemas, controles y procedimientos apropiados. Los sistemas deben ser fiables y seguros, y deben tener la capacidad adecuada para procesar un mayor volumen de operaciones. Deben establecerse planes de contingencia y sistemas de respaldo que permitan la oportuna recuperación de las operaciones y la finalización del proceso de liquidación.

Riesgo de custodia

12. Protección de los valores de los clientes

Las entidades que mantienen valores en custodia deben utilizar prácticas contables y procedimientos de custodia que protejan plenamente los valores de los clientes. Es esencial que los valores de los clientes estén protegidos ante reclamaciones de los acreedores del custodio.

Otros asuntos

13. Gobierno corporativo

Los acuerdos para el gobierno corporativo de las CDVs y las ECCs deben estar diseñados para cumplir los requisitos de interés público y para impulsar los objetivos de los propietarios y de los usuarios.

14. Acceso

Las CDVs y las ECCs deben tener criterios de participación objetivos y a disposición del público, que permitan un acceso justo y abierto.

15. Eficiencia

Al tiempo que realizan operaciones seguras y protegidas, los sistemas de liquidación de valores deben ser efectivos en términos de costes al cumplir con los requisitos de sus usuarios.

16. Procedimientos y estándares de comunicación

Los sistemas de liquidación de valores deben utilizar o adoptar los procedimientos y estándares internacionales de comunicación adecuados para facilitar la liquidación eficiente de las operaciones transfronterizas.

17. Transparencia

Las CDVs y las ECCs deben proporcionar a los participantes del mercado información suficiente para que éstos puedan identificar y evaluar de forma precisa los riesgos y costes relacionados con la utilización de los servicios de la CDV o la ECC.

18. Regulación y vigilancia

Los sistemas de liquidación de valores deben estar sujetos a una regulación y vigilancia transparentes y efectivas. Los bancos centrales y los reguladores de valores deben cooperar mutuamente, así como con otras autoridades pertinentes.

19. Riesgos en los enlaces transfronterizos

Las CDVs que establezcan enlaces para liquidar operaciones transfronterizas deben diseñar y operar dichos enlaces de manera que los riesgos asociados a las liquidaciones transfronterizas se reduzcan de forma efectiva.

2. Objetivos de Política Pública

2.1 El propósito de las recomendaciones es fomentar la aplicación de medidas que mejoren la seguridad y eficiencia de los SLVs y reduzcan el riesgo sistémico. Los sistemas de liquidación seguros y fiables son esenciales no sólo para la estabilidad de los mercados de valores a los que sirven sino también para los sistemas de pago que pueden ser utilizados por un SLV o que a su vez pueden hacer uso de un SLV para transferir garantías. La seguridad de los acuerdos de liquidación de valores y los acuerdos de custodia posteriores a la negociación también son cruciales para proteger los activos de los inversionistas ante las reclamaciones de acreedores de los intermediarios y otras entidades que realizan diversas funciones en la actividad de un SLV. La eficiencia de los acuerdos de un SLV es otra preocupación importante. Las ineficiencias se reflejarán en última instancia en mayores costes para los emisores de valores y en menores rendimientos para los inversionistas, lo que a su vez impedirá la formación de capital.

2.2 Para poder contar con sistemas de liquidación seguros y fiables, es necesario entender los diversos pasos implicados, los tipos de riesgo que surgen al ir completando esos pasos y las fuentes de los mismos. Estos asuntos se discuten en detalle en los Anexos 2 y 3. En resumen, una fuente fundamental de riesgo es la posibilidad de que una contraparte de una negociación incumpla con sus obligaciones de liquidación cuando éstas vencen o en cualquier momento posterior (riesgo de crédito) o que liquide sus obligaciones más tarde de lo previsto (riesgo de liquidez). La naturaleza del riesgo de crédito varía dependiendo de si un participante incumple antes de cualquier transferencia de valores o de fondos (riesgo previo a la liquidación) o una vez que la transferencia definitiva de valores o de fondos se ha iniciado pero no ha sido completada (riesgo de liquidación). Otros tipos importantes de riesgo son el riesgo de quiebra de un banco liquidador, el riesgo operativo, el riesgo de custodia y el riesgo legal. Un SLV será seguro y fiable sólo si cada uno de estos tipos de riesgo ha sido controlado de forma efectiva por las instituciones que operan el sistema y por sus participantes.

2.3 La puesta en marcha de SLVs seguros y fiables conlleva necesariamente costes significativos. Al tomar decisiones sobre el diseño y operación de un sistema de liquidación es esencial evitar costes innecesarios y que la relación entre reducción del riesgo (más allá de algún requisito mínimo para tener estabilidad) y mayores costes sea ponderada de manera cuidadosa. Como se ha mencionado anteriormente, los sistemas de liquidación eficientes contribuyen al buen funcionamiento de los mercados financieros, lo cual constituye por sí mismo un objetivo de política pública. Además, los sistemas de liquidación relativamente carentes de riesgo pero costosos pueden provocar que los participantes del mercado opten por utilizar mecanismos de liquidación más baratos aunque quizás de riesgo más elevado (menos seguros y fiables), lo cual conllevaría mayores riesgos sistémicos generales.

2.4 La competencia puede ser un mecanismo importante para estimular la eficiencia. En los casos en que sea difícil mantener la competencia debido a la presencia de economías de escala o economías de alcance (economies of scope) en los sistemas de liquidación, las recomendaciones enfatizan otros mecanismos para asegurar el trato justo y la eficiencia, como son los mecanismos de gobierno corporativo adecuados y la regulación y vigilancia (oversight).

3. Recomendaciones

Recomendación 1: Marco legal

Los sistemas de liquidación de valores deben tener una base legal bien establecida, clara y transparente, en las jurisdicciones pertinentes.

3.1 El funcionamiento fiable y predecible de un SLV depende de lo siguiente: (1) las leyes, reglas y procedimientos que fundamentan la tenencia, transferencia, pignoración y préstamo de valores y pagos relacionados; y (2) de cómo estas leyes, reglas y procedimientos funcionan en la práctica; esto es, si los operadores del sistema, los participantes y sus clientes pueden hacer valer sus derechos. Si el marco legal es inadecuado o si su aplicación es incierta, ello puede dar origen a riesgos de crédito o de liquidez para los participantes del sistema y sus clientes, o a riesgos sistémicos para los mercados financieros en su conjunto.

3.2 El marco legal de la liquidación de valores, los SLVs y la tenencia de valores en los SLVs varía de una jurisdicción a otra y refleja la organización de todo el sistema legal de una jurisdicción. El marco legal para los SLVs incluye leyes generales, como las leyes de propiedad y de insolvencia, y puede incluir leyes específicamente relacionadas con el funcionamiento del sistema. En algunas jurisdicciones, las leyes generales que rigen los derechos de propiedad y los casos de insolvencia pueden no ser aplicables a la liquidación de operaciones con valores o pueden contener disposiciones especiales relacionadas con los anteriores. La legislación que se aplica a la liquidación de valores también puede ir acompañada de regulaciones u otras disposiciones administrativas. Otro aspecto importante del marco legal son las reglas y procedimientos de los diversos componentes del sistema, muchos de los cuales representan contratos entre los operadores y los participantes. Este marco legal define las relaciones, derechos e intereses de los operadores, los participantes y sus clientes, así como la manera y momento en que, a través del funcionamiento del sistema, surgen los derechos y obligaciones.

3.3 De manera general, las leyes, regulaciones, reglas y procedimientos y disposiciones contractuales que rigen el funcionamiento de los SLVs deben estar expresadas de forma clara e inteligible, guardar coherencia interna y no presentar ambigüedades. También deben ser de dominio público y deben ser accesibles para los participantes del sistema.

3.4 Algunos aspectos fundamentales del proceso de liquidación que debe sustentar el marco legal son los siguientes: capacidad de hacer cumplir las operaciones, protección de los activos de los clientes (particularmente frente a pérdidas en caso de insolvencia de algún custodio), inmovilización o desmaterialización de los valores, compensaciones de saldos, préstamo de valores (incluyendo los repos y otras operaciones equivalentes en términos económicos), la firmeza en la liquidación, acuerdos para lograr la entrega contra pago, reglas ante incumplimientos y la liquidación de activos pignorados o transferidos como garantía.

3.5 El funcionamiento efectivo de un SLV requiere que sus reglas y procedimientos internos sean ejecutables por la vía legal con un alto grado de certeza. Las reglas y contratos relacionados con el funcionamiento del SLV deben ser ejecutables en caso de que se presente la insolvencia de un participante del sistema, tanto si el participante está establecido en la jurisdicción cuyas leyes rigen el SLV como si no lo está. El funcionamiento efectivo de un SLV también requiere que el SLV tengan un alto grado de certeza en relación con sus derechos e intereses sobre los valores y otros activos mantenidos en el sistema, incluyendo sus derechos para hacer uso de las garantías, para transferir los intereses de propiedad y para realizar y recibir pagos, con independencia de la quiebra o insolvencia de un determinado participante del sistema o de alguno de sus clientes en otra jurisdicción. Las reclamaciones del SLV o de los participantes del sistema sobre las garantías entregadas por un participante al SLV deben tener prioridad en todos los casos sobre las reclamaciones de acreedores de dicho participante que no pertenezcan al sistema. Por ejemplo, los acreedores ajenos al sistema deben poder hacer valer sus reclamaciones sobre las garantías entregadas al sistema sólo después de haber sido satisfechas todas las reclamaciones sobre tales garantías que hayan surgido dentro del sistema. En algunas jurisdicciones esto puede ocasionar que las garantías sean mantenidas por un SLV por medio de valores (por ejemplo, bonos del gobierno) en lugar de efectivo. Por último, los participantes directos del sistema, los intermediarios y sus respectivos clientes deben tener un alto grado de certeza con respecto a los derechos que poseen en el sistema, al margen de la insolvencia de un usuario, un participante o un componente del SLV, como puede ser una CDV, una ECC o un banco liquidador.

3.6 El marco legal de un SLV debe ser evaluado en las jurisdicciones pertinentes. Esto incluye la o las jurisdicciones en que el sistema y sus participantes directos se encuentren establecidos, domiciliados o en las que tengan su oficina principal y cualesquiera jurisdicciones cuyas leyes afecten al funcionamiento del sistema como resultado de un contrato de elección de legislación aplicable. Las jurisdicciones pertinentes también pueden incluir la jurisdicción en que ha sido emitido un valor gestionado por un SLV, las jurisdicciones en las que un intermediario, su cliente o el banco del cliente se encuentran establecidos, domiciliados o en las que tienen su oficina principal, o bien las jurisdicciones cuyas leyes rigen un contrato entre dichas partes.

3.7 Cuando un sistema actúa fuera de las fronteras mediante el uso de enlaces o a través de participantes remotos, las reglas que rigen el sistema deben indicar claramente el derecho que se aplicará en cada aspecto del proceso de liquidación. Los operadores de sistemas transfronterizos deben tratar los asuntos de conflictos entre legislaciones cuando exista una diferencia entre las leyes de las jurisdicciones que tienen un interés potencial en el sistema. En tales circunstancias, las reglas para la resolución de conflictos entre legislaciones de cada jurisdicción especifican los criterios que determinan el derecho que es aplicable al sistema. Los operadores y participantes del sistema deben ser conscientes de los asuntos relacionados con el conflicto entre legislaciones en el momento de estructurar las reglas de un sistema y al elegir el derecho que ha de gobernarlo. Los operadores y participantes del sistema también deben estar informados de las restricciones aplicables sobre su capacidad para elegir el derecho que habrá de gobernar el sistema. Una jurisdicción generalmente no permite que los operadores y participantes del sistema eviten, por medio de un contrato, la política pública fundamental de esa jurisdicción. Por ejemplo, las jurisdicciones que requieren que la titularidad de los valores sea recogida en un registro propio generalmente no permiten a otras partes evitar esta legislación mediante un contrato de elección de legislación aplicable. Sujeto a tales restricciones, el marco legal debe ofrecer una base apropiada para los contratos de elección de legislación aplicable, tanto en el contexto de operaciones internas como en las transfronterizas. En muchos casos el derecho elegido con respecto al funcionamiento del SLV será el de la jurisdicción en la que está ubicada la CDV o la ECC.

3.8 La armonización o convergencia de las leyes evitaría los conflictos entre legislaciones que actualmente impiden la operación transfronteriza de los SLVs. Por lo tanto, los países deben intentar, voluntariamente, armonizar o lograr la convergencia de las leyes que rigen los SLVs, los contratos entre los SLVs y los participantes directos del mercado, y los contratos entre participantes directos del mercado, otros intermediarios relevantes y sus respectivos clientes. En este sentido, deben fomentarse las deliberaciones de la Conferencia de La Haya sobre Derecho Internacional Privado en relación con la promulgación de una Convención sobre la Ley Aplicable a los Derechos de Propiedad en Valores Mantenidos de Forma Indirecta.

3.9 El marco legal, incluidos los requisitos relacionados con los contratos de elección de legislación aplicable, debe dar mayor peso al interés público en el funcionamiento efectivo de los SLVs y a la necesidad de contar con certeza jurídica en relación con la irrevocabilidad de la liquidación de valores. Cada jurisdicción debe procurar promover leyes nacionales y políticas públicas que apoyen las recomendaciones para SLVs del CSPL-Comité Técnico de la OICV, así como las disposiciones relacionadas. Si el marco legal en una jurisdicción en concreto no fundamenta los SLVs existentes o la aplicación de estas recomendaciones, las autoridades reguladoras y supervisoras pertinentes deben promover una reforma legislativa.

Recomendación 2: Confirmación de la negociación

La confirmación de las negociaciones entre los participantes directos del mercado debe tener lugar tan pronto como sea posible a partir del momento en que se ha llevado a cabo la negociación, pero no más tarde de la fecha de la negociación (T+0). Cuando se requiera la confirmación de las operaciones por parte de los participantes indirectos del mercado (tales como inversionistas institucionales), ésta debería producirse lo antes posible después de que la negociación se haya llevado a cabo, preferiblemente en T+0 pero no más tarde de T+1.

3.10 El primer paso para liquidar una operación de valores consiste en asegurarse que el comprador y el vendedor estén de acuerdo con los términos de la operación, un proceso que se conoce como confirmación de la negociación. Con frecuencia un comisionista-intermediario o un miembro de un mercado (un participante directo del mercado) actúa como mediador al ejecutar negociaciones en nombre de otros (participantes indirectos del mercado). En tales circunstancias la confirmación de la negociación suele producirse por dos vías distintas: confirmación de las

condiciones de la operación entre participantes directos, y confirmación (algunas veces llamada “afirmación”) de las condiciones pactadas entre cada participante directo y el participante indirecto a quien representa el participante directo. (Normalmente, los participantes indirectos del mercado a los que se les requiere una confirmación son los inversionistas institucionales y los clientes transfronterizos.) A través de ambas vías, el acuerdo sobre los detalles de la operación debe producirse tan pronto como sea posible, de manera que los errores y las discrepancias puedan ser detectados en una etapa temprana del proceso de liquidación. Los errores al registrar las operaciones pueden dar lugar a anotaciones y registros imprecisos, aumentos o mala administración de riesgos de mercado y de crédito, así como a mayores costes. La pronta detección de estos errores puede ayudar a evitarlos. Mientras que está ocurriendo este proceso, la oficina de registro y control operativo (back office) de los participantes directos del mercado, participantes indirectos del mercado y custodios que actúan como agentes para los distintos participantes indirectos del mercado, necesita preparar las instrucciones para la liquidación, que deben concertarse antes de la fecha de liquidación. La verificación rápida y precisa de las negociaciones y la concertación de las instrucciones para la liquidación es una condición previa esencial para evitar incumplimientos en la liquidación, especialmente cuando el ciclo de liquidación es relativamente corto. (Véase la Recomendación 3 sobre la duración de los ciclos de liquidación).

3.11 Cada vez más, los sistemas de confirmación de las negociaciones están siendo automatizados. Muchos mercados cuentan ya con sistemas para la comparación automática de las operaciones entre participantes directos del mercado. (En muchos mercados, el uso de sistemas electrónicos de negociación evita la necesidad de que los participantes directos del mercado tengan que conciliar o casar los términos de la negociación.) También se están proponiendo y poniendo en marcha sistemas de case automáticos para la confirmación de operaciones entre participantes directos e indirectos del mercado y para el case de las instrucciones para la liquidación. La automatización mejora los tiempos de procesamiento al eliminar el requisito de enviar manualmente la información de una parte a otra y al evitar los errores inherentes al procesamiento manual.

3.12 En su nivel más sofisticado, la automatización permite eliminar la intervención manual del procesamiento posterior a la negociación, mediante la puesta en práctica del proceso automático de principio a fin (straight through processing-STP), esto es, procedimientos que precisan introducir los datos de una operación una sola vez y luego utilizan estos mismos datos para todos los requisitos posteriores a la negociación relacionados con la liquidación. Muchos expertos creen que es esencial que se logre el STP en todo el mercado, tanto para mantener altas tasas de liquidación a medida que los volúmenes aumentan, como para asegurar la liquidación oportuna de las operaciones transfronterizas, especialmente si es que se quiere reducir los ciclos de liquidación. Los sistemas STP pueden utilizar un formato común para los mensajes o pueden utilizar un mecanismo de traducción que, o bien convierta los distintos formatos de los mensajes en un formato común, o traduzca entre formatos diferentes. Existen diversas iniciativas para lograr el STP, que deben ser fomentadas, y los participantes directos e indirectos del mercado deben lograr el nivel de automatización necesario para sacar el máximo partido de cualquier solución que surja.

Recomendación 3: Ciclos de liquidación

La liquidación en plazo fijo posterior a la negociación (rolling settlement) debe ser adoptada por todos los mercados de valores. La firmeza en la liquidación no debe producirse después de T+3. Deben evaluarse los beneficios y costes de un ciclo de liquidación inferior a T+3.

3.13 En un ciclo de liquidación en plazo fijo posterior a la negociación, las operaciones se liquidan en un número determinado de días después de la fecha de la negociación, en lugar de al final de un “período contable”, lo que limita el número de operaciones pendientes y reduce el riesgo del mercado. Cuanto más largo sea el periodo entre la ejecución de una negociación y su liquidación, mayor será el riesgo de que una de las partes sea insolvente o incumpla en la operación, mayor será el número de operaciones no liquidadas y la posibilidad de que los precios de los valores varíen con respecto de los precios contratados, lo cual incrementa el riesgo de que las partes que no han incumplido incurran en pérdidas en el momento de reemplazar los contratos que no han sido liquidados. En 1989, el G-30 recomendó que la firmeza en la liquidación de las operaciones al contado ocurriera en T+3, esto es, tres días hábiles después de la fecha de la negociación. No obstante, el G-30 reconoció que “para minimizar el riesgo de contraparte y la exposición de mercado relacionada con las operaciones con valores, el objetivo último debe ser la liquidación en el mismo día”.

3.14 Esta recomendación mantiene la liquidación en T+3 como el estándar mínimo. Los mercados que aún no han logrado un ciclo de liquidación de T+3 deben identificar los impedimentos para lograr dicho ciclo y deben intentar activamente la supresión de los mismos. Muchos mercados ya están liquidando en un plazo inferior a T+3. Por ejemplo, muchos valores gubernamentales ya se liquidan en T+1, o incluso en T+0, y algunos mercados de renta variable están considerando actualmente un ciclo de liquidación de T+1. El estándar que se considera apropiado para cierto tipo de valores o para un mercado dependerá de factores tales como el volumen de operaciones, la volatilidad de los precios y el tamaño de las operaciones transfronterizas con esos instrumentos. Cada mercado de valores debe evaluar si un ciclo de liquidación inferior a T+3 es adecuado en función de los beneficios que se podrían derivar de la reducción de riesgos, los costes en que se incurriría y la disponibilidad de medios alternativos para limitar el riesgo previo a la liquidación, como puede ser el proceso de compensación de saldos (netting) a través de una ECC (véase la Recomendación 4 más adelante). Dependiendo de estos factores, algunos mercados pueden concluir que los distintos tipos de valores pueden requerir distintos ciclos de liquidación.

3.15 La reducción del ciclo no está exenta de costes ni de ciertos riesgos. Esto es especialmente cierto para los mercados con un negocio transfronterizo significativo, debido a que las diferencias en los husos horarios y en los días festivos nacionales, así como el frecuente número de intermediarios implicados, hacen que la confirmación de una operación sea más complicada. En la mayoría de los mercados, el cambio hacia un ciclo de T+1 (incluso de T+2) necesitaría una reconfiguración sustancial del proceso de liquidación de las operaciones y de mejoras de los sistemas existentes. Para los mercados con una participación significativa de operaciones transfronterizas podría ser esencial lograr mejoras sustanciales en los sistemas para poder acortar los ciclos de liquidación. Sin dichas inversiones, el cambio a un ciclo de liquidación más corto podría generar mayores incumplimientos en la liquidación, con una proporción más alta de participantes que no son capaces de ponerse de acuerdo e intercambiar los datos de la operación o de adquirir los recursos necesarios para cumplir con la liquidación en el tiempo disponible. De esta manera, el riesgo de coste de reposición no se reduciría tanto como se habría anticipado y los riesgos operativos y de liquidez podrían aumentar.

3.16 Independientemente del ciclo de liquidación, han de seguirse estrechamente la frecuencia y duración de los incumplimientos en la liquidación. En algunos mercados, los beneficios de una liquidación en T+3 no se están alcanzando plenamente debido a que la tasa de liquidación en la fecha contractual cae significativamente por debajo de 100%. En tales circunstancias, es necesario analizar las consecuencias de las tasas de incumplimientos en términos de riesgo e identificar las acciones que puedan reducir dichas tasas o mitigar los riesgos asociados. Por ejemplo, podrían imponerse sanciones económicas por incumplimientos en la liquidación de forma contractual o mediante las autoridades del mercado. De manera alternativa, las operaciones fallidas podrían ser valoradas a precios de mercado y, de no resolverse dentro de un lapso determinado, podrían ejecutarse a precios de mercado.

Recomendación 4: Entidades de contrapartida central (ECCs)

Deben evaluarse los beneficios y costes de una ECC. Cuando se opte por introducir este mecanismo, la ECC debe controlar de forma rigurosa los riesgos que asume.

3.17 Una entidad de contrapartida central (ECC) se interpone entre las partes de una negociación, convirtiéndose en el comprador de todo vendedor y en el vendedor de todo comprador. De esta manera, desde el punto de vista de los participantes del mercado, el riesgo de crédito de la ECC sustituye al riesgo de crédito de los demás participantes. (En algunos mercados, muchos de los beneficios de una ECC se logran estableciendo una entidad que indemniza a los participantes del mercado por las pérdidas derivadas de los incumplimientos de las contrapartes sin que tal entidad realmente actué como una ECC.) Si una ECC gestiona sus riesgos eficazmente, su probabilidad de incumplimiento puede ser menor que la de todos o la mayoría de los participantes del mercado. Además, una ECC frecuentemente calcula el neto bilateral de sus obligaciones frente a sus participantes, con lo cual se logra la compensación de saldos multilateral de las obligaciones de cada participante frente a los demás participantes. Esto puede reducir de forma sustancial las pérdidas potenciales en caso de incumplimiento de un participante, tanto en las operaciones que no han llegado a liquidarse (riesgos de coste de reposición) como en las operaciones en proceso de liquidación (riesgos de principal). Además, el proceso de compensación de saldos reduce el número y

valor de las entregas y los pagos necesarios para liquidar un conjunto dado de operaciones, reduciendo así los riesgos de liquidez y los costes de transacción.

3.18 La introducción de una ECC es otra herramienta, junto con el acortamiento de los ciclos de liquidación, para reducir los riesgos de crédito de la contraparte. Es especialmente efectiva para reducir los riesgos frente a los participantes activos del mercado que a menudo compran y venden el mismo valor para ser liquidado en la misma fecha. Además de estos beneficios en términos de reducción del riesgo, la creciente demanda en la utilización de ECCs refleja en parte el creciente uso de sistemas electrónicos anónimos de negociación en los que las órdenes son casadas de acuerdo a las reglas del sistema y los participantes no siempre pueden administrar sus riesgos de crédito de forma bilateral mediante la elección de la contraparte con la cual desean negociar.

3.19 No obstante, una ECC no siempre resulta adecuada en todos los mercados, y su creación no está exenta de costes. En concreto, establecer el sólido sistema de administración de riesgos que precisa una ECC (véase el análisis más adelante) generalmente requiere unas inversiones iniciales significativas y gastos continuos. Por lo tanto, cada mercado debe evaluar los costes y los beneficios de las ECCs. El resultado dependerá de factores tales como el volumen y valor de las operaciones, los patrones de negociación entre las partes y los costes de oportunidad asociados con la liquidez para la liquidación. Un creciente número de mercados ha determinado que las ventajas de poner en práctica una ECC superan los costes.

3.20 Si se establece una ECC, es importante que cuente con una adecuada gestión de riesgos, ya que la ECC asume la responsabilidad de la administración del riesgo y lo distribuye entre los participantes mediante diversos mecanismos y procedimientos. Así, si una ECC no realiza una buena labor de gestión de riesgos, ésta podría incrementar el riesgo para los participantes del mercado. La capacidad del sistema en su conjunto para soportar el incumplimiento de los participantes individuales depende de manera crucial de los procedimientos de gestión de riesgos de la ECC y de su acceso a recursos para absorber las pérdidas financieras. El fracaso de una ECC muy probablemente tendría serias consecuencias sistémicas, especialmente en aquellos casos en que diversos mercados reciben servicio de una misma ECC. Así, la capacidad de una ECC para vigilar y controlar los riesgos de crédito, de liquidez, legales y operativos en que incurra y para absorber pérdidas es esencial para el buen funcionamiento de los mercados a los que sirve. Una ECC debe ser capaz de soportar situaciones difíciles, como incumplimientos de uno o más participantes, y sus acuerdos para obtener ayuda financiera deben ser evaluados en este contexto. Más aún, debe haber una base legal sólida y transparente para los acuerdos de compensación de saldos, ya sea por novación o por otros mecanismos. Por ejemplo, debe imponerse la compensación de saldos a los participantes en situación de quiebra. Sin apoyos legales como éstos las obligaciones netas pueden ser impugnadas en procesos administrativos o judiciales de insolvencia. Si estas impugnaciones salen adelante, es posible que la ECC o la contraparte original tengan que hacer frente a un riesgo adicional de liquidación. La ECC debe ser sólida en términos operativos y debe asegurarse de que sus participantes tengan los incentivos y la capacidad para administrar los riesgos que asumen.

3.21 Las ECCs disponen de una variedad de métodos para controlar el riesgo. Cada método refleja el mercado al que se dirige y la naturaleza de los riesgos en que incurre. Los criterios de acceso son esenciales (véase la Recomendación 14 sobre acceso). La exposición a los riesgos de la ECC debe estar garantizada. La mayoría de las ECCs exigen que sus miembros depositen garantías para cubrir los efectos de posibles oscilaciones de los mercados sobre posiciones abiertas u operaciones no liquidadas. Las posiciones también son valoradas a precios de mercado una o más veces al día y la ECC toma efectivo o garantías adicionales para cubrir cualquier cambio en el valor neto de las posiciones abiertas de los participantes desde la última valoración y liquidación. Durante períodos de volatilidad las ECCs pueden exigir garantías adicionales para minimizar aún más su exposición. Las ECCs también deben tener reglas que especifiquen claramente cómo se tratarán los incumplimientos y cómo se compartirán las pérdidas en caso de que las garantías de la empresa que ha incumplido no alcancen a cubrir su exposición. Por ejemplo, las ECCs pueden exigir que sus miembros contribuyan a un fondo para solucionar los incumplimientos (default clearing fund), que por lo general está compuesto de efectivo o de valores líquidos de alta calidad y que se calcula utilizando una fórmula basada en el volumen de las actividades de liquidación del participante. Es habitual que se aumenten estos fondos con la contratación de seguros u otras formas de ayuda financiera. Las demandas de liquidez generalmente se satisfacen mediante una combinación de activos del fondo de liquidación y líneas de crédito bancarias firmemente comprometidas. Las reglas y procedimientos para tratar los incumplimientos deben ser transparentes y deben permitir a los miembros y otros participantes del mercado evaluar los riesgos que asumen al pertenecer a una ECC y utilizarla.

3.22 Las ECCs actualmente están desarrollando estándares internacionales de administración del riesgo que se basan en sus experiencias y conocimientos comunes. En febrero de 2001 altos ejecutivos de la Asociación Europea de Cámaras de Compensación de Contrapartida Central (European Association of Central Counterparty Clearing Houses-EACH) desarrollaron estándares de administración del riesgo para sus organizaciones. En consecuencia, el CCP-12, un grupo que incluye ECCs de Asia y del continente Americano así como de Europa, ha estado trabajando para revisar los estándares de la EACH y ampliar su aceptación entre las ECCs.⁵ Una vez concluido el trabajo del CCP-12, las autoridades nacionales deberían considerar la posibilidad de utilizarlo como punto de partida para evaluar los procedimientos de administración del riesgo de una CCP.

Recomendación 5: Préstamo de valores

El préstamo y toma en préstamo de valores (o repos y otras operaciones equivalentes en términos económicos) deben fomentarse como métodos para facilitar la liquidación de las operaciones con valores. Para ello, deben eliminarse las barreras que impiden la práctica del préstamo de valores.

3.23 El disponer de mercados y facilidades de préstamo de valores líquidos y maduros (incluidos los mercados para repos y otras operaciones equivalentes en términos económicos) generalmente mejora el funcionamiento de los mercados de valores, al proporcionar a los vendedores un rápido acceso a los valores necesarios para liquidar operaciones en las que tales valores no se tienen en cartera, al ofrecer medios eficientes para financiar la cartera de valores y al apoyar las estrategias de negociación de los participantes.⁶ La existencia de mercados y facilidades de préstamo de valores líquidos reduce el riesgo de liquidaciones fallidas ya que los participantes del mercado con obligación de entregar valores que no han llegado a recibir y que no tienen en inventario pueden tomar en préstamo estos valores y realizar la entrega. Los mercados y facilidades de préstamo de valores también permiten a los participantes del mercado cubrir operaciones que ya han resultado fallidas, solucionando así dicho fallo con mayor celeridad. En las operaciones transfronterizas, especialmente en las operaciones concatenadas (back-to-back transactions), por lo general resulta más eficiente y rentable para un participante del mercado tomar en préstamo valores para la entrega que afrontar los riesgos y costes asociados a los incumplimientos en la liquidación.

3.24 Por lo tanto, se debe fomentar el desarrollo de mercados y facilidades de préstamo de valores líquidos, sujetos a límites adecuados para evitar los usos prohibidos por regulaciones o leyes. Por ejemplo, la solicitud de préstamos para cubrir ventas en descubierto es ilegal en determinadas circunstancias en algunos mercados. Incluso en jurisdicciones que restringen el préstamo de valores a causa de otras preocupaciones de política pública, las autoridades deben considerar la autorización del préstamo para reducir los incumplimientos en la liquidación. Los impedimentos para el desarrollo y funcionamiento de mercados y facilidades para el préstamo de valores deben ser eliminados en la medida de lo posible. En muchos mercados, el procesamiento de las operaciones de préstamo de valores conlleva procedimientos manuales intensivos. En ausencia de prácticas seguras y automatizadas, los errores y los riesgos operativos pueden incrementarse y puede resultar difícil lograr una liquidación adecuada de las operaciones de préstamo de valores, que por lo general necesitan ser liquidadas en un ciclo más corto que las operaciones normales. El margen para las mejoras en el procesamiento de operaciones de préstamo y toma en préstamo de valores transfronterizas es particularmente amplio. Algunas CDVs intentan evitar estos impedimentos ofreciendo servicios de préstamo centralizados; otros proporcionan servicios dirigidos a apoyar el mercado de préstamos bilaterales. Las necesidades de los distintos mercados varían y los participantes del mercado y las CDVs deben evaluar la utilidad de los diversos tipos de servicios.

⁵ El CCP-12 está integrado por las siguientes entidades: (1) Australian Stock Exchange; (2) La Corporación de Depósito y Compensación de Brasil; (3) Eurex Clearing; (4) Chicago Mercantile Exchange; (5) Clearnet; (6) Hong Kong Exchanges and Clearing Limited; (7) London Clearing House; (8) S D Indeval, S.A. de C.V.; (9) Singapore Exchange Limited; (10) The Canadian Depository for Securities Limited; (11) The Depository Trust & Clearing Corporation; (12) The Options Clearing Corporation; y (13) Tokyo Stock Exchange.

⁶ Para una discusión profunda del préstamo de valores y de los acuerdos de recompra (*repos*) véase el documento del Comité Técnico de la OICV y del CSPL, *Securities Lending Transactions: Market Development and Implications* (BIS, 1999), y del Comité sobre el Sistema Financiero Global, *Implications of Repo Markets for Central Banks* (BIS, 1999).

3.25 Pueden surgir otros impedimentos derivados de políticas fiscales o contables, de restricciones legales al préstamo, de una base legal inadecuada para las operaciones de préstamo de valores o de ambigüedades sobre el tratamiento de estas operaciones en casos de bancarota. Una de las barreras más significativas para su desarrollo puede estar relacionada con el tratamiento fiscal que reciben las operaciones de préstamo de valores. La concesión por parte de las autoridades fiscales de neutralidad fiscal a la operación subyacente y la eliminación de ciertos impuestos sobre las transacciones han ayudado a incrementar la actividad en diversas jurisdicciones. Los estándares contables también tienen influencia en los mercados y facilidades para el préstamo de valores, especialmente a la hora de determinar si las garantías deben estar reflejadas en el balance, y bajo qué condiciones. Las autoridades en algunas jurisdicciones restringen los tipos o la cantidad de valores que pueden ser prestados, los tipos de entidades que pueden prestar los valores o los tipos de garantías permisibles. La incertidumbre sobre la situación legal de las operaciones, como por ejemplo su tratamiento en situaciones de insolvencia, también dificulta el desarrollo de un mercado de préstamo de valores. La estructura legal y reguladora debe ser clara, de manera que todas las partes involucradas conozcan sus derechos y obligaciones.

3.26 Si bien el préstamo de valores puede ser una herramienta útil, presenta riesgos tanto para el prestamista como para el prestatario. Los valores prestados o las garantías pueden no ser devueltos cuando se necesitan debido a un incumplimiento de la contraparte, un fallo operativo o un problema legal, por citar algunos ejemplos. En esos casos habría que adquirir esos títulos en el mercado, quizás con un coste adicional. Las contrapartes de un préstamo de valores deben emplear mecanismos de gestión del riesgo adecuados, como realizar evaluaciones crediticias, garantizar los riesgos, valorar diariamente a precios de mercado la exposición al riesgo y las garantías, y emplear mecanismos de cobertura legal.

Recomendación 6: Centrales depositarias de valores (CDVs)

Los valores deben estar inmovilizados o desmaterializados y deben ser transferidos por medio de anotaciones en cuenta en CDVs en la medida de lo posible.

3.27 Los titulares o propietarios pueden mantener valores de diferentes formas. En algunas jurisdicciones circulan los certificados físicos y los titulares pueden mantener los valores en su posesión, aunque suelen utilizar los servicios de un custodio para reducir riesgos y costes del cuidado seguro. Los costes y riesgos asociados a la tenencia y negociación de valores pueden ser reducidos de forma considerable con la inmovilización de los títulos físicos, lo que implica concentrar el depósito de los títulos físicos en un depositario (o CDV). Con el fin de promover la inmovilización de todos los certificados de una determinada emisión, una jurisdicción podría fomentar la emisión de un macro-título (global note) que representara la emisión completa. La desmaterialización plena de una emisión de valores supone un alejamiento aún mayor con respecto de la circulación de títulos físicos. En este caso no se emite un macro-título, sino que los derechos y obligaciones surgen de las anotaciones en cuenta en un registro electrónico.

3.28 Además de las diferencias en cuanto a los procedimientos físicos para mantener valores, existen otras discrepancias importantes en los acuerdos legales. Los sistemas de tenencia pueden clasificarse generalmente en directos o indirectos (véase el Anexo 2). Cada tipo de sistema presenta ventajas e inconvenientes, y cualquier tipo de sistema puede ser diseñado de tal manera que cumpla con las presentes Recomendaciones. En jurisdicciones que operan con un sistema de tenencia directa pero en las que la CDV no es el registro oficial del emisor, la transferencia de valores en la CDV debe tener como resultado automático la transferencia de la titularidad legal de los valores en el registro oficial del emisor.

3.29 La inmovilización o desmaterialización de los valores y su transferencia por medio de anotaciones en cuenta dentro de una CDV reduce significativamente los costes totales asociados a la liquidación y custodia de valores. Al centralizar las operaciones asociadas con la custodia y la transferencia en una única entidad, los costes pueden reducirse mediante economías de escala. Además, puede mejorarse la eficiencia mediante una mayor automatización, lo cual reduce los errores y retrasos inherentes al procesamiento manual. Al reducir los costes y mejorar la velocidad y eficiencia de la liquidación, los sistemas de anotación en cuenta también fomentan el desarrollo de mercados y facilidades de préstamo de valores, incluyendo mercados de repos y otras operaciones equivalentes en términos económicos. A su vez, estas actividades mejoran la liquidez de los mercados de valores y facilitan el uso de valores como garantías para administrar los riesgos de contrapartida, incrementando así la eficiencia de la negociación y la liquidación. No obstante, es

necesario contar con un sistema de gobierno corporativo efectivo (véase la Recomendación 13) para asegurar que estos beneficios no se pierdan como resultado de un comportamiento monopolístico por parte de la CDV.

3.30 La inmovilización o desmaterialización de los valores también reduce o elimina riesgos como la destrucción o robo de los certificados. La transferencia de valores por medio de anotaciones en cuenta es una condición necesaria para el acortamiento del ciclo de liquidación de las operaciones de valores, lo cual reduce los riesgos de coste de reposición. La transferencia mediante anotaciones en cuenta también facilita la entrega contra pago, eliminando así los riesgos de principal.

3.31 Por lo tanto, tanto por razones de seguridad como de eficiencia, los valores deben estar inmovilizados o desmaterializados en CDVs en la medida de lo posible. En la práctica, los inversionistas minoristas pueden no estar preparados para operar sin certificados físicos. No obstante, no es necesario lograr una plena inmovilización para obtener los beneficios de las CDVs. Puede ser suficiente con que los participantes más activos del mercado inmovilicen sus tenencias. Los inversionistas menos activos que insistan en mantener certificados deben asumir los costes de sus decisiones.

Recomendación 7: Entrega contra pago (ECP)

Las CDVs deben eliminar el riesgo de principal vinculando las transferencias de valores a las transferencias de fondos de tal manera que se logre la entrega contra pago.

3.32 La liquidación de las operaciones con valores mediante ECP asegura la eliminación del riesgo de principal, esto es, que no exista riesgo de que los valores puedan ser entregados sin recibir el pago, o viceversa. Los procedimientos de ECP reducen (si bien no eliminan) el riesgo de que la quiebra de un participante de la CDV pueda producir alteraciones sistémicas. Estas alteraciones todavía pueden producirse debido a que la quiebra de un participante puede generar presiones sustanciales de liquidez o altos costes de reposición. Lograr la ECP por parte de la CDV también permite a los participantes de la CDV ofrecer a sus propios clientes servicios de ECP.

3.33 La ECP puede lograrse de diversas maneras.⁷ Pueden identificarse tres “modelos”. Estos varían en función de si los valores y/o los fondos se liquidan de forma bruta (operación por operación) o neta, y dependiendo del momento en que una transferencia es firme. La condición de firmeza puede lograrse en tiempo real (es decir, durante todo el día), de forma intra diaria (es decir, en múltiples ocasiones durante el día) o sólo al final del día. Lo que es esencial es que los marcos técnico, legal y contractual aseguren que cada transferencia de valores es firme, única y exclusivamente si la transferencia de fondos correspondiente es firme. La ECP puede y debe lograrse tanto para la emisión y amortización de valores como para las operaciones en los mercados secundarios.

3.34 En sentido estricto, la ECP no requiere de transferencias definitivas simultáneas de fondos y valores. A menudo, cuando una CDV no ofrece por sí misma servicios de cuentas de efectivo para la liquidación, bloquea primero los valores subyacentes en la cuenta del vendedor o de su custodio. A continuación solicita la transferencia de fondos del comprador al vendedor en el banco liquidador. Los valores son entregados al comprador o a su custodio únicamente cuando la CDV recibe del banco liquidador la confirmación de la liquidación de la parte de efectivo. En tales acuerdos, los valores bloqueados no deben estar sujetos a reclamación por parte de terceros (otros acreedores, autoridades fiscales o incluso la propia CDV) ya que esto daría origen a riesgo de principal.

3.35 Si una CDV logra la ECP permitirá a los agentes locales ofrecer ECP a sus clientes en otras jurisdicciones. Los enlaces transfronterizos entre CDVs (véase la Recomendación 19) pueden diseñarse de tal forma que se permita la liquidación con ECP en operaciones transfronterizas entre participantes de las CDVs vinculadas.

⁷ Véase CSPL, Delivery Versus Payment in Securities Settlement Systems (BIS, 1992).

Recomendación 8: Momento de la firmeza en la liquidación

La firmeza en la liquidación no debe tener lugar más tarde del final del día de la liquidación. Para reducir los riesgos hay que lograr que la liquidación sea firme de manera intra diaria o en tiempo real.

3.36 El momento en que se logra la condición de firme en la liquidación debe estar claramente definido para todos los participantes, tanto para las transferencias libres de pago como para las transferencias contra pago. Es esencial que las transferencias firmes queden completadas al final del día. Diferir la liquidación al siguiente día hábil puede incrementar sustancialmente el potencial que tienen los incumplimientos en la liquidación por parte de los participantes para generar alteraciones sistémicas, en parte debido a que las autoridades suelen clausurar las instituciones insolventes entre días hábiles. No obstante, la liquidación neta al final del día puede presentar riesgos significativos de liquidez, a no ser que los controles de riesgo para hacer frente a los incumplimientos de los participantes estén muy reforzados. (Véase la Recomendación 9.)

3.37 Incluso si los riesgos de incumplimiento en la liquidación de los participantes son controlados de forma efectiva, la liquidación neta al final del día puede conllevar riesgos para los participantes. Estos riesgos pueden y deben ser reducidos logrando que la liquidación sea firme de manera intra diaria (o incluso en tiempo real). Por ejemplo, lograr la condición de firmeza intra diaria o en tiempo real es a veces necesario para: la política monetaria o las operaciones de pago; la liquidación de operaciones concatenadas o los ajustes de los márgenes de garantía intra diaria solicitados por parte de las ECCs; o para que los enlaces transfronterizos entre CDVs sean seguros y eficientes.

3.38 Las operaciones de política monetaria de los bancos centrales se deben liquidar con frecuencia en un momento determinado del día. Asimismo, cuando un sistema de pago requiere que la concesión del crédito esté garantizada, puede resultar crucial para el funcionamiento fluido del sistema de pago que estas garantías sean transferibles con firmeza, ya sea intra diaria o en tiempo real.

3.39 La firmeza intra diaria o en tiempo real también puede ser esencial para los participantes activos del mercado, por ejemplo aquellos que realicen operaciones concatenadas con valores, incluyendo el financiamiento de los valores mediante repos u otras operaciones similares. Para este tipo de contrapartes activas, la notificación de los incumplimientos al final del día supondría un riesgo de liquidez significativo. Lograr la firmeza intra diaria también es fundamental para las ECCs que utilizan márgenes de cobertura adicionales intra día para mitigar los riesgos frente a sus miembros.

3.40 Por último, sin la liquidación con firmeza intra diaria o en tiempo real, los enlaces de una CDV con otras CDVs (por ejemplo, enlaces con CDVs extranjeras para facilitar la liquidación de operaciones transfronterizas) pueden llevar consigo riesgos sistémicos, a menos que se impongan controles de riesgo adicionales, lo que puede dañar la eficiencia de los enlaces. En concreto, podrían surgir riesgos sistémicos si una CDV permite transferencias provisionales de valores a las demás CDVs. En tales circunstancias, la revocación de esas transferencias provisionales podría transmitir cualquier perturbación procedente de un incumplimiento en la liquidación en la CDV que realiza la transferencia provisional a las CDVs vinculadas. Para protegerse contra este riesgo, la CDV debería prohibir tales transferencias provisionales, o las CDVs vinculadas necesitarían prohibir que éstas pudieran ser retransferidas antes de ser firmes. Pero estos controles de riesgo pueden imponer costes de oportunidad significativos para los usuarios del enlace, especialmente a los participantes activos en operaciones concatenadas.

3.41 Para ello, en un número cada vez mayor de mercados se está pidiendo que la liquidación de las operaciones con valores se produzca con firmeza intra diaria o en tiempo real. No obstante, estos riesgos y las resultantes solicitudes para lograr la condición de firmeza intra diaria no están presionando de igual forma en todos los mercados. En aquellos mercados en que dichas peticiones no presionan lo suficiente, un sistema de liquidación neta al final del día con controles de riesgo reforzados (Recomendación 9) podría ofrecer la mejor combinación de seguridad y eficiencia. Independientemente del enfoque que se adopte, es fundamental que la CDV aclare a sus participantes el momento en que la transferencia se convierte en firme. Además, la CDV debe prohibir la revocación unilateral de instrucciones de transferencia no liquidadas al final del día de liquidación, con el fin de evitar los riesgos de liquidez que tales acciones pudieran ocasionar.

Recomendación 9: Controles de riesgo de la CDV para tratar los incumplimientos de los participantes en la liquidación

Las CDVs que otorgan crédito intra día a los participantes, incluidas las CDVs que operan sistemas de liquidación neta, deben establecer controles de riesgo que, como mínimo, aseguren la oportuna liquidación en caso de que el participante con la mayor obligación de pago sea incapaz de liquidar. El conjunto de controles más fiable consiste en una combinación de requisitos de garantías y límites.

3.42 En los casos en que está permitido hacerlo, las CDVs suelen otorgar crédito intra diario a sus participantes (ya sea como principal de la operación o actuando como agentes para otros participantes) para facilitar la liquidación en su debido momento y para evitar en particular que el sistema se bloquee. En un sistema de liquidación bruta, cuando existen mecanismos de crédito, generalmente los proporciona la CDV actuando como principal y suelen adoptar la forma de préstamos intra diarios o repos. En los sistemas de liquidación neta, estas facilidades de crédito las concede normalmente la CDV en calidad de agente para otros participantes y se presentan en forma de posiciones netas de débito en fondos, las cuales se liquidan sólo en uno o en varios momentos predeterminados durante el día de procesamiento. (Véase la descripción en el apartado 3.44 sobre las implicaciones de las transferencias provisionales anuladas en los sistemas de liquidación neta.)

3.43 Cuando una CDV concede crédito a sus participantes, surge el riesgo de que éstos no puedan liquidar sus obligaciones. Tales incumplimientos pueden causar pérdidas crediticias y presiones de liquidez en la CDV o en otros participantes. Si dichas pérdidas y presiones de liquidez exceden los recursos financieros de aquellos que han de soportarlas, se producirán más incumplimientos en la liquidación y el sistema en su conjunto podría no conseguir la oportuna liquidación. De ser así, tanto los mercados de valores a los que la CDV presta sus servicios como los sistemas de pago pueden sufrir trastornos.

3.44 Aunque el incumplimiento en la liquidación por parte de un participante importante puede crear este tipo de trastornos en cualquier sistema de liquidación, el potencial es especialmente importante en los sistemas de liquidación neta que intentan resolver tales incumplimientos en la liquidación deshaciendo o revirtiendo las transferencias que implican a ese participante, esto es, eliminando algunas o todas las transferencias provisionales de valores y de fondos en las que participa dicho miembro y recalculando las obligaciones de liquidación de los demás participantes. Esto acaba ejerciendo presiones de liquidez (y costes de reposición) sobre los participantes que han entregado los valores al participante que ha fallado en la liquidación, o que han recibido los valores del mismo. Si todas esas transferencias son canceladas y si la revocación ocurre en un momento en el que escasea la liquidez en los mercados de dinero y en los de préstamo de valores (por ejemplo, al final o cerca del final del día), el resto de los participantes podría tener que afrontar una escasez de fondos o de valores que sería extremadamente difícil de cubrir.

3.45 En consecuencia, las CDVs que conceden crédito a los participantes deben imponer controles de riesgo para limitar la capacidad que tienen los incumplimientos en la liquidación para generar alteraciones sistémicas. Como mínimo, los controles deben permitir que el sistema complete la liquidación en caso de incumplimiento en la liquidación por parte del participante con la mayor obligación de pago individual. Tales incumplimientos pueden no suceder de forma aislada y los sistemas deben, siempre que sea posible, poder superar otros posibles incumplimientos. Para determinar el nivel preciso de equilibrio que se pretende alcanzar, cada sistema deberá sopesar adecuadamente los costes adicionales que conlleva para los participantes una mayor certeza en la liquidación frente a la probabilidad y posible impacto de múltiples incumplimientos en la liquidación. Para lograr el nivel de equilibrio deseado, la CDV puede hacer uso de diversos controles de riesgo. La mejor elección de controles depende de varios factores, como la importancia sistémica del sistema de liquidación, el volumen y valor de la liquidación y el efecto de los controles sobre la eficiencia del sistema.

3.46 El enfoque más fiable para controlar las pérdidas potenciales y presiones de liquidez generadas por los incumplimientos en la liquidación de los participantes es una combinación de requisitos de garantías y límites. Para controlar las posibles exposiciones a riesgos crediticios bajo este prisma, cualquier concesión de crédito por el lado de los fondos o de los valores ha de estar plenamente garantizada. Para asegurar que las exposiciones crediticias estén, de hecho, totalmente garantizadas, la CDV aplica recortes a los valores en garantía que reflejen la volatilidad del precio de las garantías. También se establecen como parte de esta perspectiva acuerdos legalmente vinculantes que permiten vender o pignorar las garantías rápidamente. Además, para controlar posibles presiones de liquidez, se imponen límites sobre los créditos concedidos. Por el lado de los

valores, las CDVs facilitan a veces la obtención de préstamos de valores a los participantes para asegurar la liquidación a tiempo, pero los saldos deficitarios están prohibidos. (Ninguna CDV debe permitir descubiertos o saldos deficitarios en valores.) Por el lado de los fondos, está limitado el volumen de los créditos que otorga a cada participante (la posición deficitaria o de débito del participante en un sistema de liquidación neta o sus préstamos intra diarios en un sistema de liquidación bruta). Los límites se establecen sobre cantidades que pueden ser cubiertas por la CDV o por otros participantes, tomando en cuenta sus respectivas responsabilidades bajo las reglas de incumplimiento del sistema y sus recursos de liquidez. Si un banco central concede créditos en su propia moneda a los participantes de la CDV, no es necesario limitar dichos créditos, al ser ilimitados los recursos de liquidez del primero. El banco central puede, no obstante, decidir contener sus riesgos frente a los participantes estableciendo límites.

Recomendación 10: Activos para la liquidación del efectivo

Los activos que se utilizan para liquidar las obligaciones finales de pago que surgen de las operaciones con valores deben tener poco o ningún riesgo de crédito o de liquidez. Si no se utiliza el dinero del banco central, deben tomarse las medidas necesarias para proteger a los miembros de la CDV de las posibles pérdidas y presiones de liquidez que puedan surgir de la quiebra del agente liquidador del efectivo cuyos activos se utilizan.

3.47 Los acuerdos para la liquidación de las obligaciones de pago asociadas a las operaciones con valores varían según los participantes del mercado y las CDVs. En algunos casos el participante del mercado tiene una relación directa con una CDV y con el agente liquidador del efectivo en el que se realiza la liquidación final del efectivo. En otros casos el participante del mercado tiene una relación directa con la CDV pero no la tiene con el agente liquidador del efectivo.⁸ En su lugar, el participante del mercado utiliza uno de los diversos bancos liquidadores existentes para liquidar sus obligaciones de pago.⁹ El banco liquidador es el que finalmente liquida la parte de efectivo transfiriendo los saldos mantenidos a través del agente liquidador del efectivo. Estas transferencias se realizan a través de un sistema de pagos interbancario, típicamente un sistema de pagos del banco central. El uso de un sistema de pagos para este fin podría conferirle generalmente una importancia sistémica. Por lo tanto, el sistema de pagos utilizado para tales transferencias interbancarias debe adherirse a los Principios Básicos para Sistemas de Pago de Importancia Sistémica.¹⁰

3.48 Independientemente de cuáles sean los acuerdos para los pagos, la quiebra de un agente liquidador cuyos activos son utilizados para liquidar las obligaciones de pago finales puede causar trastornos en la liquidación y provocar pérdidas significativas y presiones de liquidez para los miembros de la CDV. Además, estos riesgos son involuntarios y difíciles de controlar para los miembros de la CDV. En consecuencia, existe un fuerte interés público por contener posibles riesgos sistémicos por medio de un agente liquidador del efectivo que tenga poco o ningún riesgo de crédito o de liquidez.

3.49 En un sistema de una moneda única, algunas CDVs utilizan el banco central de emisión como el agente liquidador del efectivo, lo cual elimina el riesgo de incumplimiento. Sin embargo, no siempre es posible utilizar el banco central de emisión como único agente liquidador. Aun en un sistema de moneda única, algunos (y en ocasiones muchos) miembros de la CDV, las ECCs y las CDVs vinculadas pueden no tener acceso a cuentas en el banco central de emisión.¹¹ En sistemas de

⁸ Algunos participantes del mercado pueden no tener una relación directa con la CDV ni con el agente liquidador del efectivo.

⁹ En algunos casos, una institución liquidadora puede no estar organizada como un banco. El término "banco" en esta discusión se refiere de manera amplia a cualquier institución que proporcione tales servicios, sin importar si está o no organizada como un banco.

¹⁰ Véase CSPL, Core Principles for Systemically Important Payment Systems (BIS, 2001).

¹¹ Esta Recomendación no pretende dar a entender que todos los miembros de una CDV deben tener acceso a cuentas en el banco central. Los criterios que gobiernan las cuentas de liquidación varían entre bancos centrales, pero el acceso generalmente está limitado a las instituciones cuyo papel o tamaño justifica un activo de liquidación libre de riesgo. No todos los miembros de la CDV necesitan tener acceso al dinero del banco central. Los acuerdos bancarios jerarquizados, en los que algunos miembros de la CDV liquidan sus obligaciones de pago a través de otros miembros que tienen acceso a las cuentas en el banco central, pueden lograr un equilibrio adecuado entre seguridad y eficiencia.

multidivisas, la utilización de los bancos centrales de emisión puede resultar especialmente difícil. Incluso cuando es posible el acceso remoto a las cuentas del banco central por parte de los miembros de la CDV, los horarios de operación de los correspondientes sistemas de pago del banco central pueden no coincidir con los de la CDV para la liquidación en sus monedas.

3.50 Cuando se utiliza un banco privado como agente liquidador del efectivo, deben tomarse medidas para proteger a los miembros de la CDV de las posibles pérdidas y presiones de liquidez que surgirían de su quiebra. Una manera muy extendida para otorgar la protección necesaria consiste en que la CDV se organice como un banco de actividad limitada y sea el agente liquidador, ofreciendo cuentas de efectivo a sus miembros. Para limitar el riesgo de incumplimiento, las funciones del banco de actividad limitada deben estar claramente definidas y la CDV debe hacer lo siguiente: establecer controles fiables sobre las posiciones crediticias que tiene con sus miembros (véase la Recomendación 9), estar fuertemente capitalizada o contar con mecanismos efectivos de reparto de pérdidas o acuerdos fiables de apoyo crediticio con terceros, y limitar estrictamente las actividades ajenas a la liquidación y riesgos relacionados.

3.51 Incluso si se elimina o limita de forma efectiva el riesgo de quiebra del agente liquidador del efectivo, cuando algunos (o quizás muchos) de los miembros de la CDV no tienen una relación directa con el agente liquidador del efectivo sino que utilizan varios bancos liquidadores, la quiebra de uno de estos bancos liquidadores puede también ocasionar perturbaciones sistémicas. En tales circunstancias, cuantos menos bancos liquidadores haya, mayor será la proporción de pagos realizados por medio de transferencias de saldos entre estos bancos, en lugar de transferencias de saldos al agente liquidador. Así, es importante que los bancos liquidadores sean instituciones adecuadamente reguladas, con la competencia técnica y legal para proporcionar un servicio eficaz. Si la utilización de un único banco liquidador produce una concentración significativa del riesgo, el operador de la CDV o los reguladores y supervisores deberán realizar un seguimiento de tal riesgo y evaluar la situación financiera de los bancos liquidadores.

3.52 Por último, independientemente de los acuerdos de pago, los participantes del mercado deben poder volver a transferir la liquidación tan pronto como sea posible, como mínimo durante el mismo día, y a ser posible, de forma intradiaria, para así limitar su riesgo de liquidez y cualquier riesgo crediticio asociado a los activos utilizados.

Recomendación 11: Fiabilidad operativa

Las fuentes de riesgo operativo que surgen del proceso de compensación y liquidación deben ser identificadas y minimizadas mediante el desarrollo de sistemas, controles y procedimientos adecuados. Los sistemas deben ser fiables y seguros, y deben tener la capacidad adecuada para poder procesar un mayor volumen de transacciones. Deben establecerse planes de contingencia y sistemas de respaldo que permitan la oportuna recuperación de las operaciones y la finalización el proceso de liquidación.

3.53 El riesgo operativo consiste en la posibilidad de que deficiencias en los sistemas de información o controles internos, errores humanos o fallos en la administración produzcan pérdidas inesperadas. A medida que los sistemas de compensación y liquidación se vuelven cada vez más dependientes de los sistemas de información, la fiabilidad de estos sistemas es un elemento clave del riesgo operativo. La importancia del riesgo operativo reside en su capacidad para impedir la efectividad de las medidas adoptadas para hacer frente a otros riesgos en el proceso de liquidación y para producir pérdidas imprevistas a los participantes, las cuales, si son considerables, pueden tener implicaciones de riesgo sistémico.

3.54 El riesgo operativo puede surgir de un control inadecuado de los sistemas y procesos, de una administración inadecuada más generalizada (falta de conocimientos, mala supervisión o capacitación, recursos insuficientes), de una identificación o comprensión inadecuadas de los riesgos y de los controles y procedimientos que se necesitan para limitarlos y administrarlos, o de una insuficiente atención a la hora de asegurar que los procedimientos sean entendidos y cumplidos.

3.55 Entre los posibles fallos operativos se encuentran errores o retrasos en el tratamiento de mensajes o en el procesamiento de las operaciones, deficiencias o interrupción en los sistemas, actividades fraudulentas por parte del personal y la divulgación de información confidencial. Los errores o retrasos en el procesamiento de las operaciones pueden resultar de comunicaciones erróneas, información o documentación incompleta o imprecisa, falta de seguimiento de las instrucciones o errores en la transmisión de la información. Estos problemas son particularmente

habituales en los procesos manuales. La existencia de valores físicos, que pueden ser defectuosos o pueden ser robados o extraviados, también aumenta la probabilidad de que ocurran errores y retrasos. Si bien la automatización ha permitido mejorar la velocidad y eficiencia en el proceso de compensación y liquidación, también tiene sus riesgos inherentes, como las deficiencias en los sistemas, las interrupciones y los delitos cibernéticos. Éstos pueden surgir de factores tales como insuficiencias en la seguridad, capacidad, y posibilidad de respuesta de los sistemas de respaldo.

3.56 Los fallos operativos pueden generar una serie de problemas: liquidaciones tardías o fallidas que dañan la situación financiera de los participantes, reclamaciones de los clientes, responsabilidad legal y costes relacionados, pérdida de negocio y de reputación, etc., y puede comprometer otros sistemas de control del riesgo, lo cual incrementa los riesgos de crédito o de mercado. Un fallo operativo serio en una CDV, una ECC, un agente liquidador o un participante importante puede tener efectos nefastos en los mercados de valores y en otros mercados.

3.57 Para minimizar el riesgo operativo, los operadores del sistema deben identificar las fuentes de riesgo operativo, ya surjan de los acuerdos propios del operador o de sus participantes, y deben establecer políticas y procedimientos claros para tratar estos riesgos. Deben existir controles de gestión adecuados y personal suficiente (y adecuadamente cualificado) para asegurar que los procedimientos se aplican de forma adecuada. Los riesgos, las políticas y procedimientos operativos y los sistemas deben ser revisados de forma periódica y siempre que se modifique el sistema. Los sistemas de información deben someterse a auditorías independientes periódicas y deben evaluarse seriamente el realizar auditorías externas.

3.58 Todos los sistemas clave deben ser seguros (esto es, deben contar con controles de acceso, deben estar equipados con suficientes medidas de seguridad para prevenir las intromisiones de terceros externos y permitir la auditoría) a la vez que fiables, ampliables y con capacidad para gestionar volúmenes de datos punta y tener planes de contingencia apropiados que respondan a una interrupción en el sistema. Los planes de contingencia deben ser ensayados y la capacidad de los sistemas debe someterse a simulación de crisis. De ser posible, los sistemas de respaldo deben estar disponibles de forma inmediata. Si bien es posible reiniciar las operaciones en caso de fallo en el sistema con alguna pérdida de datos, los planes de contingencia deben asegurar, como mínimo, que el estado de todas las operaciones en el momento del fallo se pueda identificar a tiempo y con certeza. El sistema debe poder recuperar las operaciones y los datos sin interrumpir la liquidación. Los SLVs dependen cada vez más de las comunicaciones electrónicas y necesitan asegurar la integridad de los mensajes utilizando redes y procedimientos fiables (tales como técnicas criptográficas) para transmitir datos de forma precisa, rápida y sin interrupciones de importancia. Los mercados deben procurar estar al día con las nuevas tecnologías y procedimientos, aunque la capacidad para contener los riesgos operativos puede estar limitada por la infraestructura en cada mercado (por ejemplo, las telecomunicaciones). El Principio VII de los Principios Básicos para Sistemas de Pago de Importancia Sistémica proporciona más detalles sobre asuntos operativos.¹²

3.59 Algunas operaciones de compensación y liquidación pueden ser subcontratadas a terceros. En ese caso, el riesgo operativo residiría en el proveedor externo de servicios. Los operadores del sistema que subcontratan las operaciones deben asegurarse de que tales operaciones cumplen con los mismos estándares que proporcionaría directamente el operador del sistema.

Recomendación 12: Protección de los valores de los clientes

Las entidades que mantienen valores en custodia deben utilizar prácticas contables y procedimientos de custodia que protejan plenamente los valores de los clientes. Es esencial que los valores de los clientes estén protegidos ante reclamaciones de los acreedores del custodio.

3.60 El riesgo de custodia es el riesgo de sufrir una pérdida en los valores mantenidos bajo custodia, ocasionada por la insolvencia de un custodio (o de un subcustodio), negligencia, malversación de activos, fraude, mala administración, mantenimiento inadecuado de los registros o fallos en la protección de los intereses de los clientes sobre los valores (incluidos los derechos de

¹² Véase CSPL, Core Principles for Systemically Important Payment Systems (BIS, 2001).

voto y autorizaciones).¹³ Aunque la mayoría de custodios son bancos comerciales, las CDVs también mantienen y administran valores en nombre de sus participantes directos y por lo tanto presentan riesgo de custodia. (Los participantes directos en una CDV pueden mantener valores por cuenta propia o en nombre de sus clientes.)

3.61 Un custodio debe emplear procedimientos para asegurar que todos los activos de sus clientes estén contabilizados y mantenidos a salvo de manera apropiada, ya sea de forma directa o a través de un subcustodio. Dado que los valores de los clientes también deben estar protegidos contra las reclamaciones de los acreedores del custodio, las reclamaciones de un cliente sobre un custodio generalmente reciben prioridad o un trato preferencial en las leyes de insolvencia. (No obstante, los activos de los clientes podrían estar sujetos a obligaciones a favor del custodio si, por ejemplo, el cliente los hubiera pignorado para garantizar una obligación con el custodio.) Una forma de protección para el cliente en caso de insolvencia de un custodio es la segregación (identificación) de los valores de los clientes en los libros del custodio (y de todos los subcustodios y, finalmente, de la CDV). Incluso en el caso de que los valores de los clientes estén segregados de los valores propios de los custodios, los clientes pueden aún correr el riesgo de sufrir pérdidas si el custodio no mantiene suficientes valores para satisfacer todas las reclamaciones de los clientes o si los valores de un cliente dado no pueden ser identificados fácilmente. Por lo tanto, las entidades que mantienen valores en custodia (o que mantienen registros de saldos de valores) deben reconciliar sus registros con cierta regularidad para mantenerlos vigentes y precisos. Otras formas de salvaguardar o proteger a los clientes de apropiaciones indebidas o de robo son los controles internos y los seguros u otros esquemas de compensación.

3.62 Es deseable que los valores de un cliente sean inmunes ante las reclamaciones realizadas por terceros acreedores del custodio. Aunque la situación ideal no siempre se logra, cuando las entidades a través de las cuales se mantienen los valores están desempeñando sus responsabilidades de forma efectiva, la probabilidad de que una reclamación legal sobre los valores de los clientes por parte de un tercer acreedor tenga éxito es mínima. Además, en caso de insolvencia de un custodio o subcustodio, debe ser altamente improbable que los valores de un cliente puedan ser congelados o inmovilizados por un largo periodo. Llegado el caso, el cliente podría sufrir presiones de liquidez, pérdidas en el precio o podría incumplir sus obligaciones. La segregación es un mecanismo muy utilizado que facilita la transferencia de las posiciones del cliente por parte de un interventor a un custodio solvente, lo cual permite a los clientes gestionar sus posiciones y cumplir con sus obligaciones de liquidación. Para lograr estos resultados es esencial que el marco legal garantice la segregación de los activos de los clientes u otros acuerdos para priorizar los derechos en casos de quiebra, lo que ayuda a proteger las tenencias de los clientes. También es importante que las autoridades supervisoras hagan cumplir a los custodios con una segregación eficaz de los activos de los clientes.

3.63 En las tenencias transfronterizas de valores suelen intervenir varias cadenas de intermediarios que actúan como custodios. Por ejemplo, un inversor institucional puede mantener sus valores a través de un custodio internacional, el cual, a su vez, mantiene valores con un subcustodio que es miembro de la CDV local. Un comisionista-intermediario puede mantener sus valores a través de la CDV de su propio país o de una CDV internacional, la cual, a su vez, mantiene valores mediante un enlace transfronterizo con la CDV local o a través de un custodio local. Los mecanismos para proteger los activos de los clientes pueden variar dependiendo del tipo de sistema de tenencia de valores establecido en una jurisdicción. Los beneficiarios usufructuarios de los valores deben entender el nivel de responsabilidad de un custodio respecto a los valores mantenidos a través de custodios intermedios.

3.64 Para prevenir las pérdidas inesperadas, un custodio internacional debe determinar si el marco legal en las jurisdicciones de cada uno de sus subcustodios locales tiene mecanismos apropiados para proteger los activos de los clientes. De otro modo, el custodio internacional debe mantener a sus propios clientes a salvo del riesgo de custodia que surge de mantener valores en una determinada jurisdicción. Los custodios internacionales también deben asegurarse que sus subcustodios locales emplean procedimientos de contabilidad, de custodia y de segregación

¹³ Para una discusión extensa sobre los asuntos relacionados con la custodia, véase Comité Técnico de la OICV, *Client Asset Protection* (IOSCO, 1996).

adecuados para los valores de los clientes. Asimismo, cuando las CDVs del país de origen y las CDIVs establecen enlaces con otras CDVs, deben asegurarse de que esas otras CDVs protejan los valores de los clientes de forma adecuada. Cuando existen enlaces transfronterizos complejos, es imperativo que se utilicen prácticas y procedimientos sólidos por parte de todas las entidades en la cadena de custodios, de manera que los intereses de los propietarios usufructuarios estén protegidos contra acciones legales relacionadas con la insolvencia o con la comisión de fraudes por parte de cualesquiera de los custodios. Cada jurisdicción debe tener en cuenta las características de su sistema de tenencia de valores al determinar si su marco legal incluye mecanismos adecuados para proteger al cliente de un custodio frente a pérdidas, en caso de insolvencia de un custodio, o de comisión de fraude por parte del mismo.

Recomendación 13: Gobierno corporativo

Los acuerdos para el gobierno corporativo de las CDVs y las ECCs deben estar diseñados para cumplir los requisitos de interés público y para impulsar los objetivos de los propietarios y de los usuarios.

3.65 Los acuerdos de gobierno corporativo incluyen las relaciones entre los administradores y los propietarios y otras partes interesadas, incluyendo los usuarios y las autoridades que representan el interés público. Los componentes clave del gobierno corporativo comprenden la estructura de propiedad, la composición de la Junta Directiva / Consejo de Administración, las líneas de comunicación entre la administración y la Junta, y los procesos que hacen que la administración tenga que rendir cuentas sobre su desempeño, por ejemplo, un comité de auditoría o acuerdos similares.

3.66 Esta recomendación se centra en las CDVs y en las ECCs. Estas entidades se encuentran en el centro del proceso de liquidación. Además, al estar sus actividades sujetas a importantes economías de escala, muchos son proveedores únicos de estos servicios al mercado. Por lo tanto, su desempeño es un determinante fundamental de la seguridad y eficiencia de estos mercados, lo cual es un asunto de interés tanto público como privado. Los acuerdos de gobierno corporativo de estas entidades son extremadamente importantes debido a que las economías de escala que caracterizan sus actividades impiden la influencia de las fuerzas de la competencia, que de otra manera podrían ser utilizadas para asegurar que dichas entidades operen de manera segura y eficiente. Lo mismo se puede aplicar a otros proveedores de servicios de liquidación (por ejemplo, los servicios de comparación de operaciones o de mensajería), en cuyo caso los acuerdos de gobierno corporativo también deben ser acordes con esta recomendación.

3.67 No hay un único conjunto de acuerdos de gobierno corporativo que sea apropiado para todas las instituciones dentro de los diversos mercados y esquemas reguladores. No obstante, una institución gobernada de forma efectiva debe cumplir con ciertos requisitos básicos. Los acuerdos de gobierno corporativo deben estar claramente especificados, deben ser coherentes, comprensibles y totalmente transparentes. Sus objetivos, los principales responsables de alcanzarlos y el grado en que éstos se han logrado deben ser comunicados a los propietarios, usuarios y autoridades públicas. La administración debe tener los incentivos y capacidades necesarias para lograr dichos objetivos y debe ser plenamente responsable de su desempeño. Las líneas de comunicación entre la administración y la junta directiva deben ser claras y directas y la junta debe contar con suficientes conocimientos y tener en consideración todos los intereses relevantes. Estos requisitos básicos deben cumplirse sea cual sea la estructura corporativa de la institución, esto es, tanto si se trata de una sociedad mutualista como de una entidad con fines de lucro.

Recomendación 14: Acceso

Las CDVs y las ECCs deben tener criterios de participación objetivos y públicamente a disposición del público que permitan un acceso justo y abierto.

3.68 Un acceso amplio a las CDVs, ECCs y otros proveedores de servicios fundamentales para el proceso de compensación y liquidación (por ejemplo, los servicios de mensajería y de comparación de operaciones) motiva la competencia entre usuarios y promueve una compensación y liquidación efectivas y a bajo coste. Pero los participantes deben tener suficientes conocimientos técnicos, de negocios y de administración del riesgo, así como potestades legales y recursos financieros, de

manera que sus actividades no generen riesgos inaceptables para el operador o para otros usuarios y sus clientes.

3.69 Por lo tanto, las CDVs y ECCs necesitan establecer criterios que equilibren los beneficios de una mayor apertura con la necesidad de limitar la participación sólo a aquellos participantes que cuenten con los conocimientos, potestades y recursos financieros necesarios. Los criterios específicos probablemente variarán de acuerdo con el papel que cada institución desempeña en el sistema. Las ECCs, que incurren en riesgos crediticios directos con sus clientes, tienden a enfatizar los requisitos relacionados con los recursos financieros. Las CDVs, particularmente aquellas en las que los miembros incurren en riesgos mínimos o inexistentes de crédito o de liquidez, tienden a poner el énfasis en la capacidad técnica y las potestades legales. Algunas CDVs y ECCs pueden establecer criterios más exigentes para los miembros que actúan como custodios o que realizan la compensación por cuenta de otros miembros o de los clientes. Cada operador debe considerar cuidadosamente los riesgos a los que él y sus clientes están expuestos al determinar los criterios de acceso apropiados.

3.70 El tener unos criterios de acceso innecesariamente restrictivos puede reducir la eficiencia y generar riesgo al concentrar la actividad y la exposición al riesgo en un pequeño grupo de usuarios. Cuanto más restrictivos sean los criterios, mayor será la importancia de que el operador se asegure de que sus miembros pueden controlar los riesgos generados por sus clientes. Para evitar la discriminación entre clases de usuarios y la introducción de distorsiones en la competencia, los criterios deben ser justos y objetivos. Deben estar claramente expresados y deben ser revelados al público, para fomentar la certeza y la transparencia. Es posible utilizar como criterios los indicadores indirectos de riesgo (por ejemplo, si una institución es supervisada o no), pero estos indicadores deben estar claramente relacionados con los riesgos pertinentes que el operador está administrando. Algunas jurisdicciones pueden estimar útil el que las autoridades responsables de los asuntos relacionados con la competencia tengan un papel en la supervisión de las reglas de acceso o que exista un procedimiento de apelación independiente de la CDV o la ECC si se niega el acceso. Las CDVs y ECCs deben contar con procedimientos que faciliten la salida ordenada de los participantes que no cumplan con los criterios de participación en el sistema y esos procedimientos deben ser asimismo de dominio público.

3.71 Deben evitarse los criterios que limitan el acceso con argumentos distintos a los riesgos que afrontan la CDV o la ECC. Así, por ejemplo, es poco probable que las restricciones al acceso para usuarios no residentes sean aceptables, excepto cuando exista una duda razonable acerca de si las reglas del sistema son aplicables a residentes de otras jurisdicciones o cuando el acceso remoto podría exponer al operador o a otros usuarios a riesgos inaceptables que no se pueden mitigar de forma razonable. Las restricciones de acceso para los competidores y para otras entidades que ofrecen servicios similares son aceptables sólo si son claramente justificables en los mismos términos de riesgo. Por ejemplo, para facilitar la liquidación transfronteriza, las CDVs deben, siempre que sea compatible con el derecho y la política públicos, permitir el acceso a CDVs o ECCs extranjeras, a condición de que los riesgos legales y otros relacionados con tales enlaces puedan ser controlados de forma efectiva (véase la Recomendación 19 sobre los riesgos en los enlaces transfronterizos).

Recomendación 15: Eficiencia

Al tiempo que realizan operaciones seguras y protegidas, los sistemas de liquidación de valores deben ser efectivos en términos de costes al cumplir con los requisitos de sus usuarios.

3.72 Al evaluar la eficiencia de los sistemas de liquidación, se debe equilibrar cuidadosamente las necesidades de los usuarios y los costes que se les imponen con el requisito de que el sistema cumpla con estándares de seguridad apropiados. Si los sistemas son ineficientes, la actividad financiera puede verse distorsionada. No obstante, la primera prioridad de un sistema de liquidación de valores es asegurar a los participantes del mercado nacionales y extranjeros que sus operaciones serán liquidadas a tiempo en todo momento, en los términos acordados para la operación. Si los participantes del mercado consideran inseguro un sistema de liquidación, no lo utilizarán, por mucha eficiencia que el sistema sea capaz de ofrecer.

3.73 La eficiencia consta de varios aspectos y es difícil evaluarla de forma definitiva en un sistema de liquidación determinado. Así, la evaluación debe centrarse básicamente en si el operador del sistema u otras partes relevantes han establecido los mecanismos para revisar de forma periódica los niveles de servicio, los costes, la determinación de precios y la fiabilidad operativa del sistema.

3.74 Los sistemas de liquidación deben intentar cumplir con los requisitos de servicio a los usuarios del sistema de una manera efectiva en términos de costes. Esto incluye cumplir con las necesidades de los usuarios, tener seguridad operativa y que el sistema tenga capacidad suficiente para gestionar tanto los volúmenes de operación actuales como los potenciales. Cuando se analizan los costes generales de los sistemas de liquidación, es importante incluir tanto los costes directos del funcionamiento de los servicios centrales (tales como los costes para los usuarios) como los costes indirectos (tales como los costes de liquidez).

3.75 La responsabilidad principal de fomentar la eficiencia y controlar los costes de un sistema recae en los diseñadores, propietarios y operadores. En algunas jurisdicciones, las autoridades reguladoras pueden ser las responsables de revisar los costes que se imponen a los usuarios, especialmente cuando el sistema goza de alguna forma de monopolio sobre el servicio que proporciona. Los principios antimonopolio y las leyes de competencia también pueden ser relevantes. En ausencia de un monopolio, es probable que las fuerzas de mercado proporcionen incentivos para controlar los costes.

3.76 Los sistemas de liquidación pueden utilizar diversos mecanismos para mejorar la eficiencia. Por ejemplo, la inmovilización o desmaterialización de los certificados físicos permite que las operaciones con valores sean liquidadas sin el movimiento físico de los valores. La liquidación por medio de anotaciones en cuenta de las operaciones con valores incrementa la eficiencia del sistema de liquidación, ya que reduce los errores manuales, disminuye los costes y, gracias a la automatización, acelera la velocidad de procesamiento.

3.77 Otras formas en que puede lograrse un sistema efectivo en términos de costes incluyen las siguientes: desarrollar capacidades técnicas para cumplir con los requisitos operativos de servicio de los usuarios del sistema; cuando corresponda, reducir los requisitos necesarios para que los participantes del mercado mantengan múltiples conexiones, ya sea mediante la racionalización de los distintos sistemas de valores o la creación de estándares de comunicación consistentes y acuerdos de conexión entre distintos sistemas para los participantes del mercado; y establecer procedimientos y estándares de comunicación que permitan el procesamiento automático de principio a fin (STP) de las operaciones.

Recomendación 16: Procedimientos y estándares de comunicación

Los sistemas de liquidación de valores deben utilizar o adoptar los procedimientos y estándares internacionales de comunicación adecuados para facilitar la liquidación eficiente de las operaciones transfronterizas.

3.78 La capacidad de todos los participantes para comunicarse de manera rápida, fiable y precisa es esencial para lograr operaciones con valores eficientes tanto en el ámbito nacional como transfronterizo. Por lo tanto, los sistemas de liquidación de valores deben aplicar procedimientos y estándares de comunicación consistentes para los mensajes relacionados con valores, los procesos de identificación de los valores y la identificación de las partes.

3.79 Cada vez más, se están utilizando procedimientos y estándares internacionalmente reconocidos de mensajería y de identificación de valores para las operaciones transfronterizas. Actualmente éstos incluyen el proceso internacional de numeración (ISO 6166) y la norma internacional de mensajería (ISO 15022). No todos los sistemas de liquidación de valores desean utilizar los procedimientos y normas internacionales para operaciones con valores únicamente nacionales. No obstante, los sistemas de liquidación de valores que desean desempeñar un papel activo en las operaciones transfronterizas deberán poder procesar mensajes escritos de acuerdo con estos procedimientos y estándares. Esto se puede lograr desarrollando sistemas para la traducción o conversión eficiente de estos procedimientos y estándares de mensajería en equivalentes nacionales, y traduciendo los mecanismos de reconocimiento y de mensajería, así como los códigos de identificación de valores nacionales, a los correspondientes procedimientos y estándares internacionales. De manera alternativa, los SLVs pueden ampliar el alcance de los mensajes aceptados y generados por el sistema local para incluir los procedimientos y normas internacionalmente aceptados.

3.80 Los países que están estableciendo o reformando de forma significativa sus sistemas de liquidación de valores deben considerar las ventajas de adoptar desde un principio procedimientos y normas internacionales a la hora de diseñar sus sistemas nacionales.

Recomendación 17: Transparencia

Las CDVs y las ECCs deben proporcionar a los participantes del mercado información suficiente para que éstos puedan identificar y evaluar de forma precisa los riesgos y costes relacionados con la utilización de los servicios de la CDV o la ECC.

3.81 Durante la última década ha habido una creciente aceptación de la contribución que la transparencia puede representar para la estabilidad y el buen funcionamiento de los mercados financieros. En general, los mercados financieros operan de manera más eficiente cuando los participantes tienen acceso a la información relevante relacionada con los riesgos a los que están expuestos y, pueden adoptar de este modo medidas para controlar dichos riesgos. Como resultado, se ha realizado un esfuerzo concertado para mejorar la información pública de los principales participantes en los mercados financieros.

3.82 La necesidad de transparencia incumbe a las entidades que integran la infraestructura de compensación, liquidación y custodia para los mercados de valores. Los participantes del mercado bien informados pueden evaluar mejor los costes y riesgos a los que están expuestos como resultado de su participación en el sistema. Pueden imponer una disciplina sólida y efectiva sobre los operadores de dicha infraestructura, motivándolos a perseguir objetivos compatibles con los de los propietarios, los usuarios y la propia política pública. Las CDVs y las ECCs deben, por lo tanto, hacer que los participantes del mercado entiendan con toda claridad sus derechos y obligaciones, las normas, reglamentos y leyes que gobiernan el sistema, sus procedimientos de gobierno corporativo, cualquier riesgo que surja, ya sea para los participantes o para el operador, y cualquier paso que se haya tomado para mitigar esos riesgos. La información pertinente debe ser accesible para los participantes del mercado, por ejemplo, a través de Internet. La información debe ser actualizada, precisa y estar disponible en formatos (v.g., lenguaje) que cumplan con las necesidades de los usuarios.

3.83 Completar el Marco Informativo (Disclosure Framework) del CSPL y la OICV, así como completar y divulgar las respuestas a las preguntas clave (véase la Sección 5) son maneras de proporcionar a los participantes del mercado la información que éstos requieren sobre los riesgos en los servicios de una CDV o una ECC. Si una CDV o una ECC difunden públicamente las respuestas a las preguntas clave, no es necesario que completen el Marco Informativo CSPL / OICV. Las preguntas clave versan sobre todos los principales asuntos que cubre el Marco Informativo. Cualquiera que sea el enfoque que se adopte, es fundamental que las respuestas sean completas y precisas. Cualquier evaluación de la aplicación de esta recomendación debe incluir un análisis de la precisión y exhaustividad de las informaciones.

Recomendación 18: Regulación y vigilancia

Los sistemas de liquidación de valores deben estar sujetos a una regulación y vigilancia transparentes y efectivas. Los bancos centrales y los reguladores de valores deben cooperar mutuamente, así como con otras autoridades pertinentes.

3.84 Los reguladores de valores (entre los que se incluye, en este contexto, a los supervisores bancarios cuando ostentan responsabilidades y competencias reguladoras similares a las CDVs o ECCs) y los bancos centrales comparten el objetivo común de promover la aplicación de medidas que aumenten la seguridad y eficiencia de los sistemas de liquidación de valores. El reparto de las responsabilidades de regulación y vigilancia de los sistemas de liquidación de valores entre autoridades públicas varía según el país, dependiendo del marco legal e institucional.

3.85 Si bien la principal responsabilidad de asegurar que el sistema cumpla con las recomendaciones recae en los diseñadores, propietarios y operadores de los sistemas de liquidación de valores, la regulación y/o vigilancia son necesarias para asegurar que éstos cumplen con sus responsabilidades. Cuando el propio banco central opera una CDV, éste debe asegurar que su sistema haya aplicado las recomendaciones.

3.86 Los objetivos y responsabilidades, así como los roles y principales políticas llevadas a cabo por el regulador de valores y por el banco central, deben estar claramente definidos y deben ser divulgados públicamente, de manera que los diseñadores, propietarios, operadores y participantes de los sistemas de liquidación de valores puedan operar en un marco predecible y actuar respetando estas políticas.

3.87 Tanto el regulador de valores como el banco central deben tener la capacidad y los recursos necesarios para llevar a cabo sus responsabilidades de regulación y de vigilancia de forma efectiva. Las actividades de regulación y de vigilancia deben tener una base sólida, que puede o no tener un fundamento jurídico, dependiendo del marco legal e institucional de cada país. El regulador de valores y el banco central deben tener recursos suficientes para llevar a cabo sus funciones de regulación y de vigilancia, tales como recoger información sobre los sistemas de liquidación de valores, evaluar el funcionamiento y diseño de los sistemas y emprender acciones para hacer que el sistema cumpla con las recomendaciones.¹⁴

3.88 La cooperación entre el regulador de valores y el banco central, así como su cooperación con otras autoridades pertinentes, es importante para lograr sus respectivos objetivos de política. Los asuntos que surgen con la operación de sistemas transfronterizos deben ser evaluados de tal manera que se logre una regulación / vigilancia consistente con la responsabilidad de cada una de las autoridades pertinentes y se eviten costes innecesarios. Los reguladores / vigilantes pueden considerar diferentes soluciones, a saber: 1) acuerdos para compartir información; 2) coordinación de las responsabilidades de regulación/vigilancia para asuntos puntuales; y 3) otros acuerdos de cooperación.¹⁵ El método seleccionado puede variar en función de asuntos tales como el aspecto legal o regulador en cada jurisdicción. La opción 2) puede incluir un acuerdo de cooperación para la asignación de las responsabilidades de regulación / vigilancia en línea con la recomendación del Informe Lamfalussy de 1990.

Recomendación 19: Riesgos en los enlaces transfronterizos

Las CDVs que establezcan enlaces para liquidar operaciones transfronterizas deben diseñar y operar dichos enlaces de manera que los riesgos asociados a las liquidaciones transfronterizas se reduzcan de forma efectiva.

3.89 En el Anexo 4 se describen los diversos canales existentes para las operaciones transfronterizas con valores y sus correspondientes fuentes de riesgos. La liquidación de operaciones transfronterizas con valores suele ser más complicada y puede conllevar mayores riesgos que las operaciones internas. Las operaciones transfronterizas normalmente se liquidan a través de un agente local, que por lo general actúa como un subcustodio en nombre de un custodio internacional, aunque una CDV puede proponer a sus participantes acuerdos alternativos estableciendo un enlace con otras CDVs.

3.90 Las CDVs pueden realizar diversas funciones, como proporcionar servicios de depósito, crédito, préstamo de valores, administración de garantías, custodia y liquidación. Estas funciones también las pueden proporcionar los enlaces, y en función de las funciones elegidas, variará su diseño, aunque también lo hará según la propia estructura de las CDVs y el marco legal aplicable en cada jurisdicción. Por ejemplo, para liquidar operaciones transfronterizas entre sus participantes, una de las CDVs vinculadas (o ambas) puede convertirse en participante en la otra CDV. Dichos enlaces permiten a los participantes de cualquier CDV liquidar las operaciones de valores de diversas jurisdicciones a través de un único portal operado por su CDV nacional o por una CDV internacional. Los enlaces también pueden facilitar la transmisión de datos e intercambios de información sobre las tenencias de valores. Además, al expandir la gama de garantías que pueden mantenerse en una cuenta en una misma CDV, los enlaces pueden reducir los costes que supone para los participantes el cumplir con varios requisitos de garantías. Por último, los enlaces pueden reducir el número de

¹⁴ La divulgación pública de los roles y principales políticas del regulador de valores y del banco central debería respetar el Código de Buenas Prácticas de Transparencia en las Políticas Monetaria y Financiera del Fondo Monetario Internacional (IMF, Septiembre de 1999).

¹⁵ Cuando un sistema de liquidación de valores proporciona servicios en más de una jurisdicción, la cooperación y consulta entre los reguladores/vigilantes concernidos es esencial para evitar la duplicación de requisitos (o que unos entren en conflicto con otros), brechas en la regulación/vigilancia y costes innecesarios. Dentro del contexto de los requisitos de leyes nacionales individuales y de fundamentos firmes en los acuerdos para compartir información, este proceso puede incluir una asignación de los papeles de regulación/vigilancia que satisfaga las responsabilidades y objetivos de cada autoridad implicada. Véase el "Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries" (BIS, noviembre de 1990) (conocido como el Informe Lamfalussy), páginas 53-6. Véase también "Principles for the Oversight of Screen-based Trading Systems for Derivative Products. Review and Additions" (Technical Committee of IOSCO, octubre de 2000).

intermediarios involucrados en las liquidaciones transfronterizas, lo cual tiende a reducir los riesgos legales, operativos y de custodia.

3.91 No obstante, las CDVs necesitan diseñar el enlace con mucho cuidado para asegurarse que los riesgos se reducen realmente. Al estar las CDVs vinculadas situadas en diferentes jurisdicciones, éstas deben abordar complejidades legales y operativas más arduas que aquellas que aparecen en operaciones únicamente nacionales. Si el enlace no está diseñado de forma apropiada, la liquidación de las operaciones a través del mismo podría presentar a los participantes riesgos nuevos o mayores con respecto a los riesgos a los que se enfrentarían si liquidaran sus operaciones a través de canales alternativos, como un custodio internacional o un agente local. Los enlaces pueden presentar riesgos legales relacionados con la coordinación de las normas y de las leyes que gobiernan los sistemas vinculados, incluidas las leyes relacionadas con la compensación de saldos y la condición de firmeza de una transferencia, así como los posibles conflictos entre legislaciones. Los enlaces también pueden presentar riesgos operativos adicionales debido a las ineficiencias relacionadas con el funcionamiento del enlace. Estas ineficiencias pueden surgir debido a las diferencias horarias de operación de los sistemas vinculados o a la necesidad de bloquear los valores que están catalogados para ser utilizados en las operaciones que se liquidan a través de un enlace. Por último, los enlaces de liquidación pueden crear interdependencias crediticias y de liquidez significativas entre los sistemas, sobre todo si uno de los sistemas experimenta un problema operativo o permite transferencias provisionales de fondos o valores que puedan ser revocadas. Un fallo operativo o un incumplimiento en un sistema puede provocar fallos en la liquidación o incumplimientos en el sistema vinculado, y exponer a los participantes en el sistema vinculado a pérdidas (incluso a participantes que no realizaron operaciones a través del enlace).

3.92 Una CDV debe evaluar la integridad financiera y la seguridad operativa de cualquier otra CDV con la que desee establecer un enlace. Cualquier concesión de crédito entre CDVs debe estar plenamente garantizada con valores, líneas de crédito u otras garantías de alta calidad y debe estar sujeta a límites. Deben ponerse en práctica mecanismos para administrar la liquidez, para resolver ineficiencias operativas y posibles incumplimientos. A pesar de las dificultades legales y operativas, debe lograrse la ECP y, para eliminar el peligro de que se deshagan operaciones, debe prohibirse las transferencias provisionales a través del enlace o, como mínimo, prohibir que éstas sean retransferidas hasta que la primera transferencia sea firme. Los enlaces entre CDVs deben estar diseñados de tal manera que el funcionamiento del enlace sea conforme a las reglas de cada CDV y las condiciones de cualquier contrato asociado entre las CDVs y entre las CDVs y sus participantes estén bien respaldados por el marco legal de cada jurisdicción donde operen las CDVs vinculadas. Cada jurisdicción debe evaluar el grado en el que su marco legal sustenta el modo de operación más adecuado de los enlaces entre CDVs. En la medida en que las jurisdicciones permitan a las CDVs que operan en ellas establecer un enlace, el marco legal de ambas jurisdicciones deberá sustentar el funcionamiento del enlace de acuerdo con estas recomendaciones. Las leyes aplicables a las CDVs vinculadas, sus participantes así como las diversas fases y mecanismos en el funcionamiento del enlace deben ser claros y transparentes, y deben proteger a los participantes y a sus clientes en caso de insolvencia de una de las CDVs enlazadas o de uno de sus participantes directos. Cualquier elección del derecho aplicable debe poder cumplirse en la jurisdicción de cada CDV vinculada y debe estar documentada y ser transparente para todos los participantes. Los asuntos relacionados con la protección de los valores de los clientes también deben estar tratados en el diseño y operativa de los enlaces transfronterizos, particularmente, la necesidad de reconciliar las tenencias para determinar si son exactas y están actualizadas (véase la Recomendación 12). La reconciliación es particularmente importante cuando están involucrados más de dos CDVs (esto es, cuando los valores son mantenidos por una CDV o un custodio mientras que el comprador y el vendedor participan en otras dos CDVs).

4. Aplicación de las recomendaciones

4.1 Para que estas recomendaciones resulten en mejoras significativas en la seguridad y eficiencia de los SLVs, es necesario un esfuerzo concertado en su aplicación. La responsabilidad principal de asegurar el cumplimiento de las recomendaciones recae en los diseñadores, propietarios y operadores de los SLVs, que por lo general son entidades del sector privado. No obstante, como parte de su responsabilidad reguladora y de vigilancia, los bancos centrales, los reguladores de valores y, en su caso, los supervisores bancarios, deben evaluar y fomentar la puesta en práctica de las recomendaciones por parte de los SLVs.

4.2 La experiencia derivada de los esfuerzos para aplicar otras normas internacionales resalta la importancia de desarrollar una metodología clara y específica para evaluar si los estándares han sido aplicados, de ser posible a través de un cuestionario.¹⁶ El CSPL y el Comité Técnico de la OICV han instruido al Grupo de Trabajo a completar el desarrollo de una metodología amplia de evaluación para finales de 2002. Como primer paso importante hacia el desarrollo de dicha metodología, la siguiente sección identifica las preguntas clave relativas a cada una de las recomendaciones. Las respuestas a estas preguntas intentan servir de base para la evaluación del grado de aplicación de las recomendaciones para los SLVs. Dada la complejidad de los SLVs y la diversidad de acuerdos institucionales, una evaluación del cumplimiento debe tener en cuenta la esencia o calidad del cumplimiento en lugar de adoptar un enfoque simple de tipo test.

4.3 Como se señala en la Recomendación 18, entre sus responsabilidades de supervisión y vigilancia, las autoridades nacionales pertinentes deben estudiar si los mercados en su jurisdicción han puesto en práctica las recomendaciones. Sobre la base de su evaluación inicial, deben desarrollar un plan de acción para su aplicación, que deberá identificar los pasos necesarios a tomar, por quién y en qué momento. Deben hacerse evaluaciones posteriores para medir lo que se ha ido logrando con respecto a la conclusión del plan de acción.

4.4 Después de que las autoridades nacionales hayan completado la auto-evaluación inicial, el CSPL y el Comité Técnico de la OICV destacan la importancia de una evaluación externa de la aplicación. El CSPL considera que las instituciones financieras internacionales (IFIs, es decir, el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional) son las que tienen la responsabilidad principal en la evaluación externa, como parte de su Programa de Evaluación del Sector Financiero (Financial Sector Assessment Program-FSAP). El Comité Técnico de la OICV cree que el CSPL y la OICV deben ser los principales responsables de las evaluaciones externas, organizando revisiones conjuntas o teniendo al menos un representante del CSPL o de la OICV que participe en las evaluaciones de las IFIs. Estos asuntos serán analizados nuevamente por el Grupo de Trabajo y por el CSPL y el Comité Técnico de la OICV en el curso de su trabajo sobre una metodología integral de evaluación.

¹⁶ Véase Foro de Estabilidad Financiera, Issues Paper of the Task Force on Implementation of Standards (FSF, 2000).

5. Evaluación de la aplicación: preguntas clave

Recomendación 1: Marco legal

Los sistemas de liquidación de valores deben tener una base legal bien establecida, clara y transparente en las jurisdicciones pertinentes.

1. Las leyes, reglamentos, normas y disposiciones contractuales de la jurisdicción y del sistema que rige los acuerdos de liquidación de valores y los acuerdos relacionados con la preliquidación y el préstamo de valores (incluyendo los repos y otras operaciones económicas equivalentes) ¿son públicos y se encuentran fácilmente disponibles para los participantes del sistema?
2. ¿Cubre el marco legal:
 - (a) la ejecución de las operaciones?
 - (b) la protección de los activos de los clientes (especialmente frente a la insolvencia de los custodios e intermediarios)?
 - (c) la inmovilización o desmaterialización de los valores y la transferencia de valores mediante anotaciones en cuenta?
 - (d) los acuerdos de compensación de saldos?
 - (e) el préstamo de valores?
 - (f) la condición de firmeza de la liquidación?
 - (g) los acuerdos para lograr la entrega contra pago?
 - (h) las normas sobre las consecuencias del incumplimiento de un participante?
 - (i) la liquidación de los activos pignorados o transferidos como garantía de las obligaciones de los participantes?
3. ¿Son ejecutables las reglas del sistema incluso en caso de quiebra de un participante?
4. ¿Facilita el derecho aplicable la adecuada elección de las disposiciones de ley en los contratos ejecutados entre el operador (u operadores) del sistema, los participantes directos y los participantes indirectos para permitir que el sistema de liquidación de valores (y los acuerdos relacionados) funcione de acuerdo con las reglas del sistema?
5. ¿Existen otras jurisdicciones relevantes, además de aquella en la que se encuentra establecido el sistema, a la hora de determinar la idoneidad del marco legal? ¿Cómo se ha determinado esto? ¿Se ha evaluado el marco legal de las demás jurisdicciones pertinentes?
6. ¿Ha dejado de aplicar algún tribunal en su jurisdicción un contrato formalizado a través de un SLV? Y en ese caso, ¿qué contrato y por qué razones?

Recomendación 2: Confirmación de la negociación

La confirmación de las negociaciones entre los participantes directos del mercado debe producirse tan pronto como sea posible a partir del momento en que se ha llevado a cabo la negociación, pero no más tarde de la fecha de la negociación (T+0). Cuando se requiera la confirmación de las operaciones por parte de los participantes indirectos del mercado (tales como inversionistas institucionales), ésta debería producirse lo antes posible después de que la negociación se haya llevado a cabo, preferiblemente en T+0 pero no más tarde de T+1.

1. ¿Se confirman las negociaciones entre participantes directos del mercado a través de un sistema proporcionado por un mercado de valores, una asociación de negociación, una ECC u otra entidad central? ¿Cuál es el proceso para confirmar estas operaciones?
2. ¿Qué porcentaje de las negociaciones entre participantes directos del mercado es remitido al sistema de confirmación en la fecha de la negociación (T+0)? Después del envío de esa información, ¿cuánto se tarda en comunicar la existencia de problemas a las partes concernidas?

3. ¿Se cuenta con un sistema de confirmación de negociaciones capaz de comparar, hasta T+1, la información sobre las operaciones entre participantes directos e indirectos del mercado? ¿Es obligatorio el uso de dicho sistema? ¿Para qué tipo de participantes indirectos del mercado? ¿Es bilateral el flujo de información entre los participantes directos e indirectos del mercado o ambas partes remiten su respectiva información a una entidad central de emparejamiento o comparación?
4. ¿Qué porcentaje de las operaciones entre participantes indirectos del mercado queda confirmado en la fecha de negociación? ¿Qué porcentaje queda confirmado para la fecha de liquidación contractual? Para aquellas operaciones en las que participan agentes indirectos del mercado y que requieren confirmación ¿qué porcentaje es confirmado en T+0, en T+1 y en la fecha de liquidación contractual?
5. ¿Cuáles son las principales causas para que las operaciones entre participantes directos del mercado y entre participantes directos e indirectos del mercado no se confirmen con éxito? ¿Qué porcentaje de las operaciones no confirmadas se resuelve antes de la fecha de liquidación? ¿Qué se hace con las operaciones no confirmadas?
6. ¿Cuál es el proceso para emparejar o casar las instrucciones de liquidación? ¿Cómo se une este emparejamiento con la confirmación de la negociación?
7. Los sistemas para la confirmación de negociaciones (tanto por parte de participantes directos como indirectos) y para el emparejamiento de las instrucciones de liquidación, ¿operan bajo el procesamiento automático de principio a fin (STP)? ¿Qué grado de utilización presentan los sistemas y para qué tipo de participantes?

Recomendación 3: Ciclos de liquidación

La liquidación en plazo fijo posterior a la negociación (rolling settlement) debe ser adoptada por todos los mercados de valores. La firmeza de la liquidación no debe producirse después de T+3. Deben evaluarse los beneficios y costes de un ciclo de liquidación inferior a T+3.

1. ¿Se liquidan las negociaciones en forma de “plazo fijo posterior a la negociación” o sobre la base de un “período contable”? Si se hace en plazo fijo, ¿cuántos días transcurren desde la fecha de la negociación? Si se utiliza un periodo contable, ¿cuál es su duración?
2. Si la liquidación en forma de período contable o en forma de plazo fijo se realiza en T+3 o después, ¿se han evaluado los beneficios y costes de un ciclo de liquidación más corto? ¿Quién los ha evaluado? ¿Ha sido documentada esa evaluación? ¿Cuáles fueron las conclusiones? ¿Fueron las conclusiones distintas en función de los distintos tipos de valores?
3. ¿Qué porcentaje de las operaciones (en número y en valor) no puede ser liquidado en la fecha contractual? ¿Cuál es la duración media de los incumplimientos (en número y valor)? ¿Cuál es la causa principal de tales incumplimientos?
4. ¿Ofrecen las prácticas del mercado, las regulaciones o las normas del SLV incentivos a las contrapartes para liquidar sus obligaciones en la fecha contractual? ¿Qué formas adoptan estos incentivos? Por ejemplo, ¿Se estudia aplicar sanciones por incumplimientos en la liquidación?
5. ¿Qué medidas, si las hay, se adoptan para mitigar los riesgos provocados por los incumplimientos? ¿Se requiere que los incumplimientos se valoren a precios de mercado? ¿Se exige que las posiciones abiertas se cierren a los precios vigentes en el mercado cuando la duración del incumplimiento excede un número específico de días hábiles? ¿Qué entidad o entidades establecen, controlan y aplican tales requisitos?

Recomendación 4: Entidades de contrapartida central (ECC)

Deben evaluarse los beneficios y costes de una ECC. Cuando se opte por introducir este mecanismo, la ECC debe controlar de forma rigurosa los riesgos que asume.

1. ¿Se ha introducido algún mecanismo de ECC (o algún acuerdo de indemnización)? De ser así, ¿qué tipo de valores y de participantes del mercado están cubiertos? ¿En qué momento la ECC se interpone entre sus participantes para asumir el papel de garante de cada operación?

2. Si no existe tal mecanismo, ¿se han evaluado los beneficios y costes de contar con un mecanismo como éste? ¿Quién los ha evaluado? ¿Se ha documentado esa evaluación? ¿Cuáles fueron las conclusiones?
3. ¿Impone la ECC estándares financieros u operativos como requisitos para la participación?
4. ¿Cómo administra la ECC su riesgo de crédito frente a los participantes? ¿Exige a los participantes garantizar sus exposiciones? ¿Con qué frecuencia se recalculan los requisitos y con qué frecuencia se recogen las garantías?
5. ¿Cuáles son los recursos financieros de la ECC? ¿Cómo evalúa la ECC la idoneidad del tamaño y liquidez de sus recursos financieros? ¿Exige a los participantes contribuir a un fondo de garantía o de liquidación? ¿Tiene la ECC intereses o reclamaciones legalmente ejecutables sobre los activos del fondo? ¿Tiene la ECC reglas transparentes y ejecutables para la distribución de pérdidas?
6. ¿Cómo administra la ECC su riesgo de liquidez? ¿Ha establecido la ECC acuerdos que le permitan tomar en préstamo las garantías?
7. ¿Ha incumplido algún participante alguna vez? ¿Si éste es el caso, cómo trató la ECC el incumplimiento? ¿Ha experimentado la ECC durante el último año algún fallo operativo que tuviera como resultado un retraso para completar la liquidación?

Recomendación 5: Préstamo de valores

El préstamo y toma en préstamo de valores (o repos y otras operaciones equivalentes en términos económicos) deben fomentarse como métodos para facilitar la liquidación de las operaciones con valores. Deben eliminarse las barreras que impiden la práctica del préstamo de valores a tal fin.

1. ¿Existen mercados y facilidades para el préstamo de valores (o repos y otras operaciones equivalentes en términos económicos)? Si existen, ¿cuál es su grado de actividad? ¿Cómo es de amplia la gama de valores y participantes presentes en esos mercados y facilidades?
2. ¿Tienen los mercados y facilidades de préstamo de valores (o repos y otras operaciones equivalentes en términos económicos) un claro respaldo del sistema jurídico, regulador, fiscal y contable?
3. ¿Cómo se ejecuta la transferencia de un valor prestado? ¿Se realiza por lo general en las cuentas que se mantienen en la central depositaria de valores (CDV) o en las cuentas que se mantienen en los custodios?
4. ¿Cuál es la convención para la liquidación de las operaciones de préstamo de valores (T+0, T+1, etc.)? ¿Proporcionan la CDV o la ECC servicios de préstamo de valores? En tal caso, ¿ofrecen algunos de los siguientes servicios: (1) actúan como agente o principal en el préstamo de valores; (2) proporcionan servicios de comparación o emparejamiento para las operaciones de préstamo de valores; (3) proporcionan garantías o indemnizaciones a las partes en las operaciones de préstamo de valores?
5. ¿Qué procedimientos de administración del riesgo se utilizan para hacer un seguimiento y/o limitar los riesgos derivados de las actividades de préstamo de valores (v.g., ECP, valoración a precios de mercado de los valores y las garantías, aplicación diaria de márgenes, seguimiento de las contrapartes)?

Recomendación 6: Centrales depositarias de valores (CDVs)

Los valores deben estar inmovilizados o desmaterializados y deben ser transferidos por medio de anotaciones en cuenta en CDVs en la medida de lo posible.

1. ¿Se emiten los valores de forma desmaterializada o por medio de un certificado físico? En este último caso, ¿se encuentran inmovilizados en una CDV para facilitar la liquidación? ¿Qué porcentaje de los valores emitidos a escala nacional está inmovilizado o desmaterializado y cuál es la tendencia? ¿Se lleva a cabo la transferencia de los valores por medio de anotaciones en cuenta o se requiere alguna forma de entrega física?
2. ¿Qué leyes gobiernan la emisión por medio de anotaciones en cuenta, la custodia y la transferencia de valores? ¿Tienen los propietarios usufructuarios de los valores propiedad directa en

valores identificables o sus derechos se aplican sobre un conjunto de valores fungibles? ¿Qué derechos de propiedad confiere una anotación en una CDV? ¿Existe un registro subyacente y, si éste el caso, cuál es el estatuto legal de una anotación en el registro? ¿Existe un desfase entre la liquidación y el registro, y cuáles son las implicaciones de este desfase en relación con la condición de firmeza de la liquidación? Si la CDV no es el registro oficial ¿produce la transferencia de valores en la CDV automáticamente la transferencia de valores en el registro oficial?

3. ¿Se encuentra la emisión de valores centralizada en una única CDV? Si existen varias CDVs, ¿qué criterios se siguen para determinar qué valores son emitidos en cada CDV? ¿Puede un valor ser emitido o ser mantenido por más de una CDV?

4. ¿Cómo se asegura la CDV de que la cantidad de valores registrados en las cuentas de los participantes en sus libros es idéntica en todo momento a la cantidad total de valores inmovilizados o desmaterializados en su sistema?

Recomendación 7: Entrega contra pago (ECP)

Las CDVs deben eliminar el riesgo de principal vinculando las transferencias de valores a las transferencias de fondos de tal manera que se logre la entrega contra pago.

1. ¿Aseguran los acuerdos técnicos, legales y contractuales que la entrega de los valores ocurrirá única y exclusivamente si se recibe el pago? De ser así, ¿cómo lo hacen? ¿Qué porcentaje de operaciones se liquida mediante ECP?

2. ¿Qué modelo de ECP se sigue? ¿Cómo se liquidan las transferencias de valores: de forma bruta o neta? ¿Cómo se liquidan las transferencias de fondos: de forma bruta o neta?

3. ¿Está la CDV vinculada con otras CDVs dentro de la jurisdicción? ¿Alguno de estos enlaces permite la transferencia de valores contra pago? De ser así, ¿cómo se logra la ECP? ¿Existen enlaces con CDVs en otra jurisdicción? ¿Permiten estos enlaces la transferencia de valores contra pago? De ser así, ¿cómo se logra la ECP? Si este no es el caso, ¿cuáles son los acuerdos alternativos?

4. ¿Cómo se controlan las exposiciones al riesgo de principal entre los participantes del SLV y sus clientes?

Recomendación 8: Momento de la firmeza en la liquidación

La firmeza en la liquidación no debe producirse más tarde del final del día de la liquidación. Para reducir los riesgos hay que lograr que la liquidación sea firme de manera intra diaria o en tiempo real.

1. ¿Permite la CDV la firmeza en la liquidación de las transferencias de valores mediante ECP al final de la fecha de liquidación? ¿Está claramente definido el momento en que ocurre la firmeza en la liquidación para las operaciones dentro de una CDV y para las operaciones realizadas mediante un enlace con otra CDV?

2. ¿Permite la CDV la firmeza en la liquidación de las transferencias mediante ECP de forma continua a lo largo del día o en ciertos momentos específicos durante el día? En este último caso, ¿cuándo adquieren las transferencias la condición de firmeza?

3. ¿Es necesaria la firmeza intra diaria o en tiempo real para reducir los riesgos? ¿Utilizan los bancos centrales el SLV para operaciones de política monetaria o para garantizar créditos intra diarios en un sistema de pago? ¿Necesitan las partes activas en las negociaciones o las ECCs contar con la condición de firmeza intra diaria o en tiempo real para administrar sus riesgos de forma efectiva? ¿Existe la necesidad de contar con la condición de firmeza intra diaria o en tiempo real para facilitar la liquidación a través de enlaces con otras CDVs?

4. ¿Recibe la CDV transferencias provisionales de valores de cualquier otra CDVs? De ser así, ¿prohíbe la retransferencia de estos valores hasta que la primera transferencia adquiera el carácter de firme? Si no es así, ¿qué consecuencias tendría para los participantes de la CDV el hecho de que tales transferencias provisionales se revirtieran?

Recomendación 9: Controles de riesgo de la CDV para tratar los incumplimientos en la liquidación de los participantes

Las CDVs que otorgan crédito intra día a los participantes, incluidas las CDVs que operan sistemas de liquidación neta, deben establecer controles de riesgo que, como mínimo, aseguren la oportuna liquidación en caso de que el participante con la mayor obligación de pago sea incapaz de liquidar. El conjunto de controles más fiable consiste en una combinación de requisitos de garantías y límites.

1. ¿Concede la CDV crédito intra diario a sus participantes? ¿Es la concesión de crédito explícita (generalmente en un sistema de liquidación bruta) o implícita (generalmente en un sistema de liquidación neta)?
2. Si el sistema es de liquidación neta, el incumplimiento de un participante en la liquidación ¿daría lugar a la reversión de las transferencias que implican al participante que ha incumplido y a la aplicación de un nuevo cálculo de las obligaciones de los participantes que no han incumplido? ¿Sería necesario revertir todas las transferencias que incluyen al participante que ha incumplido? ¿Cuándo serían informados los participantes que no han incumplido del nuevo cálculo de sus obligaciones? ¿Cuándo se les exigiría cumplir con las obligaciones recalculadas?
3. ¿Qué controles de riesgo se han establecido para limitar la probabilidad de que un participante sea incapaz de liquidar, así como las pérdidas y presiones de liquidez de tales incumplimientos en la liquidación?
4. ¿Se asegura la CDV de que se pueda completar una liquidación de forma oportuna en el caso de que el participante con la mayor obligación sea incapaz de liquidar? De ser así, ¿cómo sucede?
5. ¿Están las exposiciones al riesgo crediticio de la CDV plenamente garantizadas? Si no lo están, ¿hasta qué punto y a qué participantes concede crédito no garantizado la CDV? ¿Tiene la CDV capacidad para valorar (a precios de mercado) los títulos entregados como garantía y aplicarles recortes? ¿Impone la CDV límites a la concesión de crédito?
6. ¿Permite la CDV saldos deficitarios en valores?
7. ¿Ha sido incapaz algún participante de una CDV de liquidar una obligación a la CDV? ¿Cómo solucionó la CDV el incumplimiento?

Recomendación 10: Activos para la liquidación del efectivo

Los activos que se utilizan para liquidar las obligaciones finales de pago que surgen de las operaciones con valores deben tener poco o ningún riesgo de crédito o de liquidez. Si no se utiliza el dinero del banco central, deben tomarse las medidas necesarias para proteger a los miembros de la CDV de las posibles pérdidas y presiones de liquidez que puedan surgir de la quiebra del agente liquidador del efectivo cuyos activos se utilizan.

1. ¿Cómo se efectúa la liquidación de la parte de efectivo de la transferencia de valores? ¿Se efectúa la liquidación por medio de transferencias en las cuentas del banco central, en una CDV organizada como banco de actividad limitada, o en una o más instituciones financieras?
2. Si se utiliza un único banco, ¿es éste el banco central que emite la moneda? ¿Está la CDV organizada como un banco de actividad limitada? Si no se utiliza el banco central, ¿qué medidas se adoptan para proteger a los miembros de la CDV de la quiebra de la institución liquidadora?
3. Si en principio es posible utilizar diversas instituciones liquidadoras, ¿cuántas se utilizan en la práctica? ¿Quién determina qué instituciones pueden ser utilizadas como instituciones liquidadoras? ¿Cuáles son los criterios? ¿Cómo están concentrados los flujos de pagos? ¿Qué institución utiliza la mayoría de los miembros de la CDV? En un día promedio, ¿qué porcentaje de los pagos totales es acreditado en cuentas de dicha institución? ¿Cuál es la situación financiera de la misma (por ejemplo, sus coeficientes de capitalización y sus calificaciones (ratings) crediticias)?
4. ¿Con qué rapidez pueden volver a transferir los miembros de la CDV las cantidades obtenidas en la liquidación?
5. Si se utilizan diversas instituciones de liquidación, ¿se liquidan las obligaciones resultantes entre las instituciones de liquidación utilizando un sistema de pago acorde con los Principios Básicos para Sistemas de Pago de Importancia Sistémica?

6. Si se trata de un sistema de monedas múltiples, ¿cómo se efectúan las transferencias de fondos no nacionales?

Recomendación 11: Fiabilidad operativa

Las fuentes de riesgo operativo que surgen del proceso de compensación y liquidación deben ser identificadas y minimizadas mediante el desarrollo de sistemas, controles y procedimientos adecuados. Los sistemas deben ser fiables y seguros, y deben tener la capacidad adecuada para poder procesar un mayor volumen de transacciones. Deben establecerse planes de contingencia y sistemas de respaldo que permitan la oportuna recuperación de las operaciones y la finalización del proceso de liquidación.

1. ¿Tiene el operador del sistema un proceso para identificar y administrar sus riesgos operativos?
2. ¿Cuenta el operador del sistema con políticas y procedimientos de control interno, (incluidas medidas de seguridad) diseñados para limitar el riesgo operativo? ¿Cómo se aplican?
3. ¿Tiene el operador del sistema planes de contingencia e instalaciones de respaldo para hacer frente a fallos en los sistemas clave? ¿Se prueban y ensayan dichos sistemas? ¿Cuánto tiempo se tarda en recuperar las operaciones en los sistemas de respaldo? ¿Permiten los procedimientos mantener todos los datos de las operaciones? ¿Cómo se asegura el operador del sistema de la integridad de los mensajes?
4. Durante el último año, ¿cuántas veces ha fallado uno de sus sistema clave? ¿Cuánto tiempo se tardó en recuperar el procesamiento? ¿Cuánta información acerca de las operaciones se perdió?
5. ¿Tiene el operador del sistema planos sobre la capacidad de los sistemas clave, y se someten éstos a pruebas de simulación de crisis de forma periódica?
6. ¿Son todos los asuntos anteriores aprobados y revisados con cierta regularidad por la alta dirección, incluyendo revisiones por parte de personas que no son responsables de las operaciones en cuestión? ¿Se realizan auditorías externas a los sistemas de tecnología de la información? ¿Existe una función de auditoría interna independiente y revisa ésta los controles para el riesgo operativo?
7. ¿Impone el sistema estándares operativos o de funcionamiento mínimos a terceras partes (por ejemplo, a los proveedores de comunicaciones)? Si el operador del sistema ha subcontratado sus operaciones a otras entidades, ¿qué medidas adopta para asegurarse de que las operaciones subcontratadas cumplen con los mismos estándares como si fueran proporcionadas directamente por el operador del sistema?

Recomendación 12: Protección de los valores de los clientes

Las entidades que mantienen valores en custodia deben utilizar prácticas contables y procedimientos de custodia que protejan plenamente los valores de los clientes. Es esencial que los valores de los clientes estén protegidos ante reclamaciones de los acreedores del custodio.

1. ¿Qué acuerdos se utilizan para evitar el robo, pérdida o malversación de los valores de los clientes y para asegurar que no estarán sujetos a reclamaciones por parte de los acreedores del custodio (por ejemplo, mediante la segregación)? ¿Se basan tales acuerdos en leyes y regulaciones específicas? En el caso de la insolvencia de un custodio, ¿permiten estos acuerdos que un interventor transfiera las posiciones de los clientes hacia un intermediario solvente?
2. ¿Están las entidades que custodian los valores sujetas a auditorías internas y/o externas de forma obligatoria para determinar si se tienen suficientes valores para responder a las reclamaciones de los clientes? ¿En cuántas ocasiones durante el último año han sufrido pérdidas los inversionistas debido a sus custodios? ¿Cuál fue el importe de esas pérdidas? ¿Cuáles fueron las causas de las mismas?
3. ¿Con qué frecuencia reconcilian sus registros las entidades que mantienen valores en custodia?

4. ¿Están las entidades que mantienen valores en custodia sujetas a una supervisión y regulación prudencial? ¿Examinan las auditorías o revisiones reguladas los procedimientos y controles internos utilizados para el cuidado seguro de los valores?

5. ¿Qué responsabilidades establece la legislación o la regulación nacional sobre los custodios para determinar la idoneidad de las prácticas contables y de custodia segura utilizadas por sus subcustodios? ¿Qué responsabilidades establecen la legislación o la regulación nacional sobre la CDV para que ésta determine la idoneidad de las prácticas contables y de cuidado seguro utilizadas por las CDVs o CDIVs con las que está vinculada?

Recomendación 13: Gobierno corporativo

Los acuerdos para el gobierno corporativo de las CDVs y las ECCs deben estar diseñados para cumplir los requisitos de interés público y para impulsar los objetivos de los propietarios y de los usuarios.

1. ¿Cómo se determina la composición de la Junta Directiva o Consejo de Administración? ¿Qué medidas se adoptan para asegurar que los miembros de la junta tengan las aptitudes necesarias y para que en sus deliberaciones representen o tengan en consideración el amplio abanico de intereses de accionistas y usuarios, así como el interés público?

2. ¿Qué pasos se dan para asegurar que la administración tiene los incentivos y calificaciones necesarios para lograr los objetivos del sistema y que se responsabiliza de su desempeño?

3. ¿Están claramente articulados los objetivos de interés público, financiero y otros del sistema? ¿Cuáles son? ¿Reflejan los objetivos las necesidades tanto de los usuarios como de los dueños? ¿Cómo se tiene en consideración el interés público?

4. ¿Están expresados los objetivos de interés público, financiero y otros del sistema? ¿Cómo se comunican las principales decisiones a los propietarios y usuarios? ¿Qué información se encuentra públicamente disponible sobre el sistema, sobre su propiedad y la estructura de su junta directiva y consejo de administración, y sobre los procesos de nombramiento de los miembros de la junta, de toma de decisiones y de responsabilidad de las acciones de la administración?

Recomendación 14: Acceso

Las CDVs y las ECCs deben tener criterios de participación objetivos y a disposición del público, que permitan un acceso justo y abierto.

1. ¿Qué reglas determinan quiénes pueden tener acceso al sistema? ¿Se difunden de forma clara a todos los solicitantes potenciales? ¿Pueden justificarse las restricciones sobre el acceso al sistema debido a la necesidad de limitar los riesgos para el operador del sistema y para otros usuarios?

2. ¿Se aplican las mismas reglas sin tener en cuenta la identidad, tipo y ubicación del solicitante? De no ser así, ¿qué variaciones se aplican y por qué?

3. ¿Qué medidas se adoptan para confirmar si un solicitante cumple las reglas de acceso correspondientes? ¿Se realizan en el momento de la solicitud o de forma continua?

4. ¿Bajo qué condiciones pueden los participantes rescindir su condición de miembros? ¿Qué acuerdos ha establecido el sistema para facilitar la salida de miembros que dejan de cumplir con los requisitos de participación? ¿Con qué rapidez puede efectuarse esta salida? ¿Cómo aseguraría el sistema que cada salida fuera lo más ordenada posible?

5. Los participantes que no cumplen las reglas de acceso, ¿pueden tener acceso al sistema de manera indirecta? ¿Qué información recibe el operador del sistema con respecto a sus actividades y a los controles de riesgo que aplican?

Recomendación 15: Eficiencia

Al tiempo que realizan operaciones seguras y protegidas, los sistemas de liquidación de valores deben ser efectivos en términos de costes al cumplir con los requisitos de sus usuarios.

1. ¿Tiene el sistema suficiente capacidad para cumplir con las necesidades operativas y de volumen punta anticipadas, sin mantener niveles innecesarios de capacidad sobrante? ¿Ha establecido el operador del sistema procedimientos para revisar de forma periódica sus niveles de capacidad ante la demanda prevista?
2. ¿Ha establecido el operador del sistema procedimientos para comparar sus costes y tarifas con otros sistemas y, de ser así, se muestra si los costes son superiores o inferiores a los de sistemas similares? ¿Ha establecido el operador del sistema procedimientos para revisar de forma periódica los precios que cobra de acuerdo con sus costes de operación?
3. ¿Proporciona el sistema los mecanismos y la información gerencial necesarios para que los participantes puedan administrar su liquidez de forma efectiva?
4. ¿Ha establecido el operador del sistema procedimientos para determinar si los participantes están satisfechos con los niveles de servicios que reciben (por ejemplo, encuestando con cierta regularidad a sus usuarios y/o comparando sus niveles de servicio con los que proporcionan otros sistemas similares)?
5. ¿Ha establecido el operador del sistema procedimientos para revisar con los usuarios asuntos de interfaz técnica y del sistema, y para evaluar los costes para los usuarios de las distintas configuraciones del sistema?

Recomendación 16: Procedimientos y estándares de comunicación

Los sistemas de liquidación de valores deben utilizar o adoptar los procedimientos y estándares internacionales de comunicación adecuados para facilitar la liquidación eficiente de las operaciones transfronterizas.

1. ¿Utiliza el sistema de liquidación de valores procedimientos y estándares de comunicación internacional o tiene la capacidad para convertir de manera sencilla sus procedimientos y estándares internos en procedimientos y estándares de comunicación internacionales adecuados para las operaciones transfronterizas de valores?

Recomendación 17: Transparencia

Las CDVs y las ECCs deben proporcionar a los participantes del mercado información suficiente para que éstos puedan identificar y evaluar de forma precisa los riesgos y costes relacionados con la utilización de los servicios de la CDV o la ECC.

1. Las entidades que proporcionan la infraestructura de compensación, liquidación y custodia de los mercados de valores ¿informan a los participantes del mercado sobre sus reglas, procedimientos, leyes que les atañen, procedimientos de gobierno corporativo, riesgos, pasos que se han dado para mitigar los riesgos, así como riesgos y obligaciones de los participantes?
2. ¿Cómo se encuentra disponible esa información? ¿En qué idioma o idiomas? ¿En qué forma? ¿Está disponible a través de Internet? ¿Ha completado el sistema el cuestionario establecido en el Marco Informativo CSPL / OICV? Las autoridades responsables de la regulación y vigilancia, ¿han difundido públicamente sus respuestas a las preguntas clave relacionadas con la aplicación de las recomendaciones?
3. ¿Qué medidas se adoptan para asegurar que la información difundida sea completa y precisa? ¿Se realizan revisiones periódicas para asegurar que se mantenga actualizada?

Recomendación 18: Regulación y vigilancia

Los sistemas de liquidación de valores deben estar sujetos a una regulación y vigilancia transparentes y efectivas. Los bancos centrales y los reguladores de valores deben cooperar mutuamente, así como con otras autoridades pertinentes.

1. ¿Cómo se regula y vigila el sistema?
2. ¿Están claramente definidos los objetivos y responsabilidades del regulador de valores, del banco central y, en su caso, del supervisor bancario en relación con los sistemas de liquidación de

valores? ¿Se informa al público sobre sus principales papeles y políticas? ¿Están redactados en un lenguaje claro, de manera que puedan ser plenamente entendidos por los diseñadores, operadores y participantes de los sistemas de liquidación de valores y otras partes relevantes?

3. ¿En qué se basa el marco regulador y de vigilancia? ¿Se tiene un enfoque jurídico en el que se asignan tareas, responsabilidades y potestades específicas a determinadas autoridades públicas, o se tiene un enfoque no jurídico? En este último caso, ¿se debe considerar el establecimiento de un nuevo marco regulador y de vigilancia de carácter jurídico? ¿Cuentan el regulador de valores o el banco central con el personal, recursos y fondos necesarios para llevar a cabo sus funciones reguladoras y de vigilancia de forma efectiva?

4. ¿Han evaluado las autoridades hasta qué punto cumplen con las recomendaciones los sistemas de liquidación de valores? ¿Se encuentra esta evaluación documentada? ¿Cuáles fueron las conclusiones?

5. ¿Existe un marco para la cooperación entre el regulador de valores y el banco central, así como un intercambio de información y opiniones sobre los sistemas de liquidación de valores? ¿Existe un marco para la cooperación con las autoridades pertinentes tanto del país como extranjeras?

Recomendación 19: Riesgos en los enlaces transfronterizos

Las CDVs que establezcan enlaces para liquidar operaciones transfronterizas deben diseñar y operar dichos enlaces de manera que los riesgos asociados a las liquidaciones transfronterizas se reduzcan de forma efectiva.

1. ¿Ha establecido alguna CDV de su jurisdicción un enlace con una o más CDVs extranjeras? ¿Qué funciones proporcionan las CDVs en relación con el funcionamiento del enlace?

2. ¿Se ha realizado un análisis de riesgos del diseño del enlace?

3. ¿Cómo se aplican cada una de las recomendaciones en el diseño del enlace? ¿Cómo se ocupa el diseño del enlace de asuntos como los sistemas, la capacidad y otras cuestiones operativas?

4. ¿Han sido publicadas y puestas a disposición de los participantes del sistema y del público en general las reglas y procedimientos de las CDVs vinculadas que tienen que ver con la operación del enlace?

5. Identifique las características del diseño u otros mecanismos mediante los cuales la operación del enlace reduce o elimina los riesgos de crédito y de liquidez asociados con las liquidaciones transfronterizas que han sido identificadas en estas recomendaciones.

6. ¿Cómo se han tratado las interdependencias de crédito y liquidez entre las CDVs vinculadas?

7. ¿Permite el enlace transferencias provisionales de valores a través del mismo? De ser así, ¿queda prohibida la segunda transferencia de estos valores hasta que la primera transferencia sea firme?

8. ¿Ha evaluado cada autoridad reguladora local el marco legal que gobierna al enlace? ¿Existe un marco para la cooperación entre las autoridades locales relevantes? ¿Qué pasos se emprenden para asegurar que las reglas del enlace se cumplen, y que las operaciones concluyen con firmeza a través del enlace en cada jurisdicción vinculada?

9. ¿Respaldan el enlace los marcos legales aplicables en las jurisdicciones de las CDVs vinculadas?

Anexo 1:
Miembros de la Grupo de Trabajo CSPL-OICV sobre
Sistemas de Liquidación de Valores

Copresidentes

Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal	Patrick Parkinson
Comisión de Valores e Inversiones de Australia	Shane Tregillis
Comisión Nacional de Sociedades y Bolsa de Italia	Giovanni Sabatini (hasta mayo 2001)

Miembros

Banco Nacional de Bélgica	Johan Pissens
Comisión de Valores Mobiliarios de Brasil	Fabio Menkes Elizabeth Garbayo (hasta enero 2001)
Banco Popular de China	Li Yongqing
Banco Nacional de la República Checa	Tomáš Hládek
Banco Central Europeo	Daniela Russo
Comisión de Operaciones de Bolsa de Francia	Bénédicte Doumayrou
Banco de Francia	Yvon Lucas
Deutsche Bundesbank	Roland Neuschwander
Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong	Gerald Greiner
Banco de Reserva de la India	Usha Thorat
Comisión de Valores y Bolsa de la India	Pratip Kar
Comisión Nacional de Sociedades y Bolsa de Italia	Salvatore Lo Giudice
Banco de Japón	Shuhei Aoki
Agencia de Servicios Financieros de Japón	Kotaro Nagasaki
Comisión de Valores de Malasia	Ranjit Ajit Singh
Comisión Nacional Bancaria y de Valores de México	Paola Bortoluz
Banco de México	Francisco Solis
Junta de Valores de Holanda	Henk Bruggeman Hans Wolters (hasta mayo 2001)
Agencia Monetaria de Arabia Saudita	Abdullah Al Suweilmy
Comisión Nacional del Mercado de Valores de España	José Manuel Portero Bujalance
Banco de Inglaterra	John Trundle Alastair Wilson (hasta enero 2001)
Comisión de Valores y Bolsa de los Estados Unidos	Larry Bergmann
Comisión de Negociación de Futuros de Mercancías de los Estados Unidos	Andrea Corcoran
Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal	Patricia White
Banco de la Reserva Federal de Nueva York	Lawrence Radecki

Secretariado

Banco de Pagos Internacionales

Tomoyuki Shimoda

Masayuki Mizuno (hasta enero 2001)

También aportaron contribuciones importantes a la labor del Grupo de Trabajo: Benoit Bourtembourg (Banco Nacional de Bélgica), Stella Leung (Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong), Shri Venkatappa (Banco de la Reserva de la India), Tetsuya Sakamoto (Banco de Japón), Shareena Mohd Sheriff (Comisión de Valores de Malasia), Jeffrey Mooney, Jennifer Lucier (Comisión de Valores y Bolsa de los Estados Unidos) y Terry Hart (Comisión de Negociación de Futuros de Mercancías de los Estados Unidos).

Anexo 2: El proceso de compensación y liquidación

1. El proceso de compensación y liquidación de una operación de valores incluye varias etapas clave: la **confirmación** de los términos de la negociación por los participantes directos del mercado; el cálculo de las obligaciones de las partes resultantes del proceso de confirmación, lo cual se conoce como **compensación**; y la transferencia definitiva de los valores (**entrega**) contra la transferencia definitiva de los fondos (**pago**) para **liquidar** las obligaciones. Cada uno de estos pasos puede completarse generalmente de una o más formas. Además, es posible que se realicen otras actividades importantes dentro de cada una de estas etapas, o de manera accesoria a las mismas. Tales actividades incluyen la confirmación de los detalles de la operación entre participantes directos del mercado y participantes indirectos del mercado (inversionistas institucionales e inversionistas extranjeros o sus agentes), la comunicación de las instrucciones de liquidación a las centrales depositarias de valores y a los **custodios** que muchos inversionistas utilizan para que **custodien de forma segura** sus valores y, por último, la inscripción de la propiedad de los títulos en el **registro**.

Confirmación de la negociación e instrucciones para la liquidación

2. Una vez que se lleva a cabo una negociación, el primer paso en el proceso de compensación y liquidación consiste en asegurar que las partes de la operación (el comprador y el vendedor) están de acuerdo con los términos o condiciones de la misma, es decir, la clase de valor, el precio, la cantidad a intercambiar, la fecha de liquidación y la contraparte. Este proceso de confirmación de la negociación puede tener lugar de diferentes maneras y el mecanismo de negociación frecuentemente determina cómo se realiza. Así, por ejemplo, un sistema electrónico de negociación produce automáticamente una operación confirmada entre las dos contrapartes. Otras negociaciones son confirmadas por los mercados, entidades de compensación, asociaciones de negociación, etc., basándose en la información que es enviada por las partes. En los mercados extrabursátiles (OTC), las contrapartes deben remitirse mutuamente las condiciones de la negociación para que éstas sean verificadas mediante algún mecanismo, ya sea fax, un mensaje SWIFT, o quizás algún servicio electrónico especializado en el caso de órdenes y mensajería. Mientras se realiza este proceso, las oficinas de control y registro operativo (back office) de las partes directas de la negociación también envían instrucciones para la liquidación, las mismas que por lo general tienen que casar las centrales depositarias de valores antes de efectuar la liquidación.

3. Debido a que las partes de las negociaciones frecuentemente actúan por cuenta ajena, una parte importante del proceso de confirmación de la negociación es la transmisión de información de la operación a estos inversionistas finales. Para que la liquidación se complete, los inversionistas deben confirmar los detalles de la operación y deben emitir instrucciones para que los fondos y los valores sean transferidos de forma apropiada. Es cierto que las contrapartes de una operación generalmente serán responsables del desarrollo de la operación, sin importar si los inversionistas para los que trabajan consideran que las instrucciones han sido ejecutadas de forma correcta o no. No obstante, el proceso mediante el cual los participantes indirectos del mercado confirman los detalles de las operaciones (algunas veces llamado afirmación) y dan instrucciones a sus custodios para la liquidación es importante, ya que proporciona indicios tempranos acerca de qué operaciones pueden ser problemáticas en la entrega. Actualmente el proceso por el que los participantes directos del mercado **confirman** las negociaciones y emiten las instrucciones para la liquidación puede ser complejo, en parte debido a que puede ser necesaria la transmisión de información al participante directo del mercado sobre la asignación de las operaciones en las diversas cuentas del participante indirecto. Frecuentemente surgen otras complicaciones en las operaciones transfronterizas, ya que pueden participar diversos intermediarios y custodios. En la actualidad, se están desplegando esfuerzos para simplificar y automatizar este proceso y, así reducir costes y mejorar la eficiencia del proceso de compensación y liquidación. Los esfuerzos de automatización, conocidos a veces como proceso automático de principio a fin (straight through processing-STP), se centran en el desarrollo de sistemas que requieren que la información sea introducida una sola vez en el proceso de compensación y liquidación.

Compensación

4. Después de confirmar las negociaciones, el siguiente paso es el proceso de compensación, es decir, el cálculo de las obligaciones de las contrapartes de efectuar entregas o realizar pagos en la fecha de liquidación. La compensación generalmente ocurre de una de las siguientes maneras. Muchos sistemas calculan las obligaciones para cada operación de forma individual, esto es, la compensación ocurre de forma **bruta**, operación por operación. En otros sistemas las obligaciones se someten a un proceso de **compensación de saldos**. En algunos mercados, una entidad de contrapartida central (ECC) se interpone entre las partes de una operación de valores asumiendo la obligación de cada una de las partes frente a la otra. Al realizar la compensación de saldos de las obligaciones subyacentes de la negociación, el uso de una ECC reduce el riesgo de crédito (tanto el riesgo de reemplazo como el riesgo de principal) y el riesgo de liquidez para las contrapartes de la operación. Los sistemas de compensación de saldos son cada vez más habituales en los mercados de valores que tienen altos volúmenes de negociación, debido a que un proceso de compensación de saldos bien diseñado reduce de forma muy significativa las exposiciones al riesgo brutas en tales mercados. La compensación de saldos para las operaciones o las obligaciones debe distinguirse de los acuerdos para calcular la valor de la compensación en los pagos o liquidaciones, en los que las obligaciones subyacentes no se extinguen sino que las instrucciones de transferencia de fondos o de valores se liquidan de forma neta.

Liquidación

5. La liquidación de una operación de valores implica la transferencia definitiva de los valores del vendedor al comprador y la transferencia definitiva de los fondos del comprador al vendedor. Históricamente, las transferencias de valores conllevaban el movimiento físico de los títulos o certificados. No obstante, en años recientes cada vez es más frecuente que los valores se inmovilicen en una **central depositaria de valores** (CDV) o que la CDV mantenga los valores desmaterializados. La inmovilización o desmaterialización permite que las transferencias de valores se produzcan por medio de anotaciones en cuenta en los libros de la CDV. Una CDV también puede ofrecer cuentas de fondos y permitir que las transferencias de fondos en sus cuentas sean un medio de pago para los títulos. De manera alternativa, estas transferencias de fondos pueden realizarse en las cuentas de otra institución, como un banco central o un banco comercial.

6. Mientras que muchas CDVs gestionan los valores de un único mercado interior, otras trabajan para múltiples mercados. En algunos casos esto se ha logrado mediante enlaces entre las CDVs nacionales (lo cual se logra cuando cada depositaria abre una cuenta con la otra y actúa como custodio para sus respectivos miembros) y en ocasiones las CDVs se han fusionado. También se han establecido **centrales depositarias internacionales de valores** (CDIVs) para proporcionar servicios de custodia, compensación y liquidación para un amplio abanico de valores de deuda y acciones de diversos mercados. Las CDIVs proporcionan sus servicios vinculándose de forma directa o indirecta (a través de un custodio local) con las CDVs domésticas.

7. El procesamiento de instrucciones de transferencia por parte de un sistema de transferencia de valores y un sistema de transferencia de fondos suele estar compuesto de diversas etapas, durante las cuales los derechos y obligaciones del comprador y del vendedor son significativamente distintos. Por ejemplo, es posible que los saldos sean cargados o abonados pero que las transferencias continúen siendo provisionales, y que una o más partes mantengan el derecho legal o contractual de rescindir la transferencia. Si la transferencia puede ser rescindida por el remitente de la instrucción se dice que la transferencia es revocable. Aun si la instrucción es irrevocable, si una parte, como puede ser el operador del sistema o un liquidador, puede rescindir la transferencia, ésta se considera provisional. En la etapa en que la transferencia se vuelve firme, es decir, es irrevocable e incondicional, la obligación se extingue. La transferencia definitiva de un valor del vendedor al comprador constituye la **entrega** y la transferencia definitiva de los fondos del comprador al vendedor constituye el **pago**. Cuando se realizan la entrega y el pago, el proceso de liquidación está completo.

8. Muchos sistemas de liquidación tienen **registros** asociados en los que se recoge la titularidad de los valores en los registros del emisor. Los registradores suelen ayudar a los emisores a comunicarse con los propietarios de los valores en relación con asuntos como el ejercicio de derechos corporativos, dividendos y otros. En algunos mercados, los valores pueden estar registrados a nombre del comisionista-intermediario o del custodio y no a nombre del inversor final. Este tipo de acuerdos a veces se conoce como sistemas de tenencia indirecta. En otros mercados, el propietario usufructuario o final está representado en los registros oficiales del emisor, que pueden ser los

registros de la CDV, de un agente de transferencia o del emisor mismo. Esto se conoce en ocasiones como un sistema de tenencia directa. La eficiencia de los sistemas de registro tiene implicaciones en el proceso de compensación y liquidación, ya que determina la facilidad y rapidez con que puede ser transferida la titularidad legal de los valores. La plena titularidad legal no puede obtenerse hasta que la propiedad esté inscrita en el registro, y por esta razón puede no lograrse la firmeza en la liquidación hasta que el proceso de inscripción se haya completado.

Cuidado seguro o custodia

9. Una parte del proceso de liquidación de valores que sigue a la liquidación firme de una operación es el **cuidado seguro** de los valores. Si bien los valores generalmente son mantenidos en una CDV, muchos de los tenedores últimos de los valores no son miembros directos de estas depositarias, sino que establecen relaciones de **custodia** con los miembros de la central depositaria, los cuales proporcionan servicios de cuidado seguro y de administración en relación con la tenencia y transferencia de los valores. Por ejemplo, los custodios mantienen registros de las tenencias de valores que guardan por cuenta de los inversionistas y realizan un seguimiento de la recepción de dividendos o pagos de intereses y del ejercicio de los derechos corporativos (por ejemplo, recompras de acciones, fusiones y adquisiciones). Conforme han ido creciendo las actividades de inversión transfronterizas, muchos inversionistas han centralizado el cuidado seguro de sus valores en un custodio internacional único. Este custodio generalmente es miembro de muchas depositarias alrededor del mundo. En los casos en que no es un miembro directo, éste establece una relación de subcustodia con esos miembros.

Anexo 3: Riesgos en la compensación y liquidación de valores

1. Los participantes en los sistemas de liquidación de valores se enfrentan a diversos riesgos que deben ser identificados y entendidos para poder ser controlados de forma efectiva. Existe el riesgo de que los participantes no liquiden sus obligaciones cuando éstas vencen o en cualquier momento posterior (riesgo de crédito) o que los participantes liquiden sus obligaciones de forma tardía (riesgo de liquidez). Si se utiliza un banco comercial para liquidar el efectivo, su quiebra podría crear riesgos de crédito y de liquidez para el sistema. Otros riesgos potenciales surgen del cuidado seguro y la administración de valores en nombre de otros (riesgo de custodia), de deficiencias en los sistemas de información o en los controles internos (riesgo operativo) o que el sistema jurídico no respalde las reglas y procedimientos del sistema de liquidación (riesgo legal). Si los incumplimientos de un participante en la liquidación hacen que otros participantes no puedan cumplir con sus obligaciones, el sistema de liquidación puede ser una fuente de inestabilidad para los mercados financieros en general (riesgo sistémico).

Riesgo de crédito

2. El riesgo de crédito es el riesgo de pérdida por el incumplimiento de un participante, generalmente como consecuencia de su insolvencia. Es útil distinguir entre dos tipos de riesgo de crédito: riesgo previo a la liquidación y riesgo de liquidación. El riesgo previo a la liquidación también se conoce como riesgo de coste de reposición, esto es, el riesgo de pérdida de ganancias no realizadas en contratos aún no liquidados con el participante que ha incumplido. El riesgo de liquidación algunas veces se conoce como riesgo de principal, esto es, el riesgo de pérdida de los valores entregados o de los pagos realizados al participante que ha incumplido antes de que fuera detectado el incumplimiento. Como se discute más adelante, el riesgo de liquidación también incluye el riesgo de liquidez que surge en la fecha de liquidación.

3. El riesgo de perder las ganancias no realizadas se denomina componente de coste de reposición del riesgo de crédito. La incapacidad de cumplir de una de las partes de la operación dejará a la contraparte solvente con la necesidad de reemplazar, a los precios actuales del mercado, la operación original. No obstante, cuando la contraparte solvente reemplaza la operación original a los precios vigentes perderá las ganancias que la operación había generado en el intervalo que va desde el momento de la negociación hasta el incumplimiento. La ganancia no realizada sobre la operación, si tal ganancia existe, se determina comparando el precio de mercado de los valores en el momento del incumplimiento con el precio estipulado en el contrato. El vendedor de un valor está expuesto a una pérdida en el coste de reposición si el precio de mercado está por debajo del precio estipulado en el contrato, mientras que el comprador de un valor está expuesto a esa pérdida si el precio de mercado está por encima del precio del contrato. Al ser inciertos los movimientos futuros de los precios de los valores en el momento de la negociación, ambas partes se enfrentan al riesgo de coste de reposición. La magnitud del riesgo de coste de reposición depende de la volatilidad del precio del valor y del tiempo que haya transcurrido entre la fecha de negociación y la fecha de liquidación. El componente de coste de reposición del riesgo de crédito puede reducirse acortando el tiempo entre la ejecución de la operación y su liquidación. También se puede reducir poniendo en práctica sistemas legalmente vinculantes de compensación de saldos.

4. Otra forma de riesgo de crédito surge en relación con los contratos programados para ser liquidados en una fecha y en los cuales puede producirse el incumplimiento de una parte. En tales contratos, la contraparte que cumple puede estar expuesta al riesgo de principal, esto es, el riesgo de que el vendedor de un valor pueda entregarlo pero no recibir el pago, o que el comprador realice el pago pero no reciba la entrega. Si ocurriera cualquiera de estos supuestos, el valor completo del principal de la operación estaría en juego y por eso se llama riesgo de principal. Tanto el comprador como el vendedor de un valor pueden estar expuestos al riesgo de principal. El comprador está expuesto al riesgo si es posible completar el pago sin recibir la entrega y el vendedor lo está si es posible completar la entrega sin recibir el pago. El riesgo de principal puede eliminarse utilizando mecanismos de entrega contra pago (ECP). Un mecanismo de ECP vincula un sistema de transferencia de fondos (pago) con un sistema de transferencia de valores (entrega) para asegurar que la entrega ocurre única y exclusivamente si se realiza el pago. El riesgo de principal en la liquidación de valores es análogo a lo que se denomina riesgo de liquidación de divisas cruzadas

(riesgo Herstatt) en la liquidación de divisas. El riesgo de principal es particularmente importante debido a que implica el valor completo de los valores transferidos, y en caso de un incumplimiento, puede causar pérdidas crediticias de tal magnitud que podrían originar problemas sistémicos.

Riesgo de liquidez

5. El riesgo de liquidez incluye el riesgo de que el vendedor de un valor no reciba el pago al vencimiento, por lo que es posible que tenga que pedir prestado o liquidar activos para completar otros pagos. También incluye el riesgo de que el comprador de un valor no lo reciba cuando vence el plazo de entrega y tenga que pedir prestado el valor para poder completar sus propias obligaciones de entrega. Por lo tanto, ambas partes de una operación de valores están expuestas al riesgo de liquidez en la fecha de liquidación. Los costes asociados con el riesgo de liquidez dependen de la liquidez de los mercados en los que la parte afectada debe realizar sus ajustes: cuánto más líquidos sean los mercados, menos costosos serán los ajustes.

6. Los problemas de liquidez pueden llegar a crear problemas sistémicos, particularmente si ocurren en un momento en que los precios de los valores oscilan rápidamente y en el que posibles incumplimientos en el momento del vencimiento de las obligaciones podrían generar preocupaciones en relación con la solvencia. De no existir un fuerte vínculo entre la entrega y el pago, es muy probable que surjan problemas sistémicos de liquidez, debido a que el temor a perder el valor completo del principal en los valores o en los fondos podría inducir a algunos participantes a retener sus entregas y pagos, lo cual, a su vez, podría hacer que otros participantes incumplieran sus obligaciones.

Riesgo de incumplimiento del banco liquidador

7. Además de los riesgos asociados a las partes, los participantes en un sistema de liquidación de valores pueden enfrentarse con el riesgo de la quiebra de un banco liquidador. La quiebra de cualquier banco que provea cuentas de efectivo para liquidar obligaciones de pago a los miembros de una CDV puede interrumpir la liquidación, lo cual puede resultar en pérdidas significativas y presiones de liquidez para dichos miembros. El impacto en los miembros de la CDV será particularmente severo si todos los miembros de la CDV estuvieran obligados a usar el mismo banco liquidador. Por lo tanto, cuando es obligatorio utilizar un único banco liquidador, suele tratarse del banco central de emisión o un banco de actividad limitada con fuertes controles de riesgo y con acceso a grandes cantidades de recursos financieros. De manera alternativa, el riesgo de quiebra del banco liquidador puede ser controlado y diversificado al permitir que los miembros de la CDV elijan entre diversos bancos liquidadores privados. En este caso, los bancos liquidadores finalmente liquidan entre sí a través de un agente liquidador del efectivo que generalmente es el banco central o un banco de actividad limitada.

Riesgo de custodia

8. Puede surgir riesgo derivado del cuidado seguro y administración de valores e instrumentos financieros en nombre de otros. Los usuarios de servicios de custodia se enfrentan al riesgo de pérdidas potenciales en los valores en el caso de que el tenedor de los valores se declare insolvente, actúe con negligencia o cometa fraude. Aun si no se produce una pérdida en el valor de los títulos mantenidos por el custodio o subcustodio, la capacidad de los participantes para transferir los valores puede verse impedida de manera provisional. El riesgo de custodia es particularmente importante para los participantes indirectos en los sistemas de liquidación de valores cuyos valores son mantenidos en custodia por participantes directos, aunque las CDVs también plantean riesgo de custodia.

Riesgo operativo

9. El riesgo operativo es el riesgo de pérdidas inesperadas como resultado de deficiencias en los sistemas y controles, errores humanos o fallos en la administración. Puede reducir la efectividad de otras medidas que el sistema de liquidación haya adoptado para gestionar el riesgo. Por ejemplo, puede disminuir la capacidad del sistema para completar la liquidación creando, quizás, presiones de

liquidez sobre sí mismo y sus participantes, o puede dañar la capacidad del sistema para seguir y administrar sus exposiciones de riesgo crediticias. Entre los posibles errores operativos se incluyen los errores o retrasos en el procesamiento, interrupciones en el sistema, capacidad insuficiente o fraudes cometidos por el personal.

Riesgo legal

10. El riesgo legal es el riesgo de que una parte sufra una pérdida debido a que las leyes o regulaciones no respaldan las reglas del sistema de liquidación de valores, o la ejecución de los acuerdos de liquidación relacionados o los derechos de propiedad y otros intereses mantenidos a través del sistema. También pueden surgir pérdidas y riesgo legal si la aplicación de estas leyes y regulaciones es incierta. Por ejemplo, el riesgo legal incluye el riesgo de que una contraparte se enfrente a una aplicación no esperada de la ley, lo que puede resultar en contratos ilegales o no ejecutables. También incluye el riesgo de pérdidas resultantes de un retraso en la recuperación de los fondos o valores, o de un congelamiento de las posiciones. En el contexto transfronterizo, es posible que las leyes de más de una jurisdicción sean aplicables o potencialmente aplicables a una operación, conducta o relación. Las partes pueden sufrir pérdidas si un tribunal en la jurisdicción oportuna decide aplicar una ley distinta a la que las contrapartes esperaban o habían especificado en el contrato. Así, el riesgo legal empeora otros riesgos relacionados con la integridad de las operaciones, como los riesgos de mercado, crédito y liquidez.

Riesgo sistémico

11. El riesgo sistémico es el riesgo de que la incapacidad de una institución para cumplir con sus obligaciones cuando éstas vencen haga que otras instituciones a su vez no puedan cumplir con sus respectivas obligaciones al vencimiento. Preocupa especialmente la posibilidad de que los problemas de crédito y de liquidez derivados de estos incumplimientos puedan resultar en perturbaciones en los mercados financieros y dañar así el funcionamiento de los sistemas de pago y liquidación. Los sistemas de pago y de compensación para otros instrumentos financieros dependen en gran medida de los sistemas de liquidación de valores, ya que suelen utilizar valores como garantías en sus propios procedimientos de gestión del riesgo. La liquidez en los mercados de valores depende de la confianza en la seguridad y fiabilidad de los sistemas de liquidación, pues los negociadores no querrán realizar operaciones si no están seguros de que la negociación llegue a ser liquidada. Por lo tanto, es importante que los riesgos en los sistemas de liquidación de valores sean administrados de forma adecuada para que los sistemas de liquidación de valores no sean una fuente de perturbaciones sistémicas para los mercados de valores y otros sistemas de pago y de liquidación.

Anexo 4:

Liquidación de operaciones transfronterizas: canales y fuentes de riesgo

1. La liquidación de operaciones transfronterizas tiene lugar en un país distinto al país en que una o ambas partes están ubicadas. Es habitual que la liquidación tenga lugar en el país en que se ha emitido el valor, pero hay excepciones a este patrón general. Por ejemplo, actualmente se liquidan grandes volúmenes de operaciones de eurobonos y valores gubernamentales europeos en Bélgica o Luxemburgo a través de las centrales depositarias internacionales de valores (CDIVs) Euroclear y Clearstream. La consolidación transfronteriza de los sistemas de liquidación de valores podría hacer que las liquidaciones fuera del país de emisión fueran cada vez más frecuentes.

Canales de liquidación

2. Existen cinco canales habituales a través de los cuales puede efectuarse la liquidación de una operación transfronteriza, dependiendo de la forma en la que la parte no residente de la negociación tenga acceso al sistema en que el valor es emitido.¹⁷ El uso de estos canales para las liquidaciones transfronterizas no es mutuamente excluyente. Los participantes activos del mercado pueden usar uno o más canales para algunos tipos de valores o contrapartes y un canal diferente para otros valores y contrapartes.

3. *Miembro directo.* En este canal, la parte no residente establece un acceso directo con el sistema de liquidación en el país en que el valor es emitido mediante una participación en la CDV correspondiente. No obstante, este canal puede no estar disponible para todas las partes no residentes, debido a que algunos sistemas prohíben que empresas no residentes sean participantes directos. De manera alternativa, las sucursales o filiales locales de empresas no residentes pueden estar autorizadas a participar.

4. *Agente local.* Un método común para liquidar operaciones transfronterizas consiste en emplear un agente o custodio local en el país de emisión. Este agente es un miembro directo de la CDV y puede realizar servicios de liquidación u otros relacionados con la liquidación. Por ejemplo, el agente puede proporcionar servicios bancarios tales como transferencias de fondos, facilidades de descubierto, operaciones de divisas y préstamo o toma en préstamo de valores. Los servicios de custodia que típicamente se ofrecen incluyen el cuidado seguro de valores, el cobro de intereses y dividendos, y el ejercicio de los derechos corporativos. El conjunto exacto de los servicios que la parte no residente obtiene de un agente local se determina de manera contractual.

5. *Custodio internacional.* Un custodio internacional proporciona a sus clientes acceso a servicios de liquidación y custodia en diversos mercados a través de una red de subcustodios, que pueden ser tanto las propias sucursales del custodio internacional como otros agentes locales. La parte no residente puede, de esta manera, emplear un único enlace de comunicación para remitir instrucciones de liquidación y para recibir informes de los mercados locales. También es común que el custodio global ofrezca servicios de contabilidad y crédito, como servicios de administración de efectivo y de banca para diversas monedas. Algunos custodios globales proporcionan servicios a sus clientes con la conversión diaria de todos los recibos y pagos denominados en moneda extranjera a la moneda local del inversor.

6. *Central depositaria internacional de valores.* En un principio las CDIVs Euroclear y Clearstream fueron creadas para proporcionar servicios de liquidación y custodia para los eurobonos. Los servicios que ofrecen se han expandido y las CDIVs ahora ofrecen liquidación para una amplia gama de valores y monedas. La liquidación se puede realizar de varias maneras. Las CDIVs han desarrollado enlaces con decenas de CDVs locales que les permiten liquidar las operaciones entre sus participantes y contrapartes en los mercados locales. En algunos casos, las CDIVs tienen

¹⁷ Estos canales para liquidar las negociaciones transfronterizas se describen de manera más detallada en el informe del CSPL *Cross-Border Securities Settlements* (BIS, 1995).

agentes en el mercado local que liquidan las operaciones por cuenta de los participantes de la CDIV. Cuando dos participantes de una CDIVs negocian entre sí, las CDIVs pueden liquidar estas operaciones en sus propios libros o a través de un “puente” que enlaza los sistemas de ambas. Como las CDIVs tienen una masa crítica de participantes activos en la negociación, una parte sustancial de la actividad puede ser liquidada en sus propias cuentas.

7. *Enlaces entre las CDIVs.* Los enlaces entre CDIVs pueden ser otro canal para liquidar operaciones transfronterizas entre miembros de distintas CDIVs. Los enlaces pueden adoptar formas diversas. Algunos son recíprocos, es decir, los participantes en cualquiera de los sistemas pueden liquidar operaciones en el otro sistema. Otros enlaces permiten la liquidación en una única dirección. En algunos enlaces, las CDIVs respectivas se convierten en participantes de pleno derecho en el otro sistema. Otros enlaces sólo permiten transferencias libres de pago.

Riesgos en las liquidaciones transfronterizas

8. Las liquidaciones transfronterizas pueden conllevar operaciones de cambio de divisas que implican riesgos de coste de reposición y de liquidez, pero en muchos otros aspectos los tipos de riesgo asociados con las liquidaciones transfronterizas son los mismos que surgen en las liquidaciones nacionales. No obstante, los canales a través de los cuales se efectúan las liquidaciones transfronterizas pueden alterar la naturaleza de estos riesgos. El mayor uso de custodios en las liquidaciones transfronterizas (agentes locales, custodios internacionales, CDIVs y CDIVs) y la multiplicidad de jurisdicciones legales implicadas traen consigo riesgos legales y de custodia más amplios. Las liquidaciones transfronterizas ocurren más frecuentemente fuera de la CDV del país de emisión y por esa razón es habitual que estén sujetas a reglas distintas a las de la CDV local, lo cual conlleva diferentes riesgos para las partes. Finalmente, en ocasiones se llevan a cabo las liquidaciones transfronterizas mediante enlaces entre sistemas, lo cual puede exponer a los participantes de un sistema a las deficiencias en los procedimientos de administración del riesgo del otro sistema.

9. *Riesgo de custodia.* Siempre que los participantes del mercado mantienen valores de forma indirecta se enfrentan a riesgos de custodia. El riesgo de custodia forma parte de las liquidaciones nacionales, pero la utilización de custodios es mucho mayor en las liquidaciones transfronterizas y por esa razón el riesgo de custodia tiende a ser mayor. Varios de los canales para liquidar las operaciones transfronterizas —agentes locales, custodios internacionales, CDIVs y enlaces con CDIVs— implican a un custodio, o un custodio y subcustodios. La jerarquización de las tenencias, como ocurre con los subcustodios, no sólo intensifica el riesgo de custodia sino que hace que la magnitud de ese riesgo sea más difícil de medir.

10. *Riesgo legal.* Los asuntos legales de mayor importancia que surgen en las liquidaciones transfronterizas (aunque no en las liquidaciones nacionales) tienen que ver con la elección del derecho aplicable y los conflictos entre leyes. Estos conceptos versan sobre qué ley rige la relación entre las partes de una operación con valores. Por definición, las liquidaciones transfronterizas implican múltiples jurisdicciones legales, lo que complica el análisis del riesgo legal. Pueden aparecer nuevos riesgos si los operadores del sistema eligen una ley para regir el sistema y las relaciones entre los participantes del sistema, y tal elección no es aceptada por los tribunales en las correspondientes jurisdicciones.

11. *Liquidaciones fuera de la CDV local.* Cuando varias contrapartes utilizan un único custodio, es posible liquidar las operaciones en los libros del custodio en lugar de en los libros de la CDV de emisión. Esto puede suceder en la liquidación de operaciones nacionales en las que un banco local actúa como custodio para muchos participantes activos del mercado, pero quizás es más habitual en la liquidación de operaciones transfronterizas. Las CDIVs liquidan grandes volúmenes de operaciones entre sus participantes de manera interna, realizando cargos y abonos a sus cuentas. Asimismo, uno de los propósitos de los enlaces entre dos CDIVs es permitir que la CDV no local pueda liquidar entre sus participantes las operaciones con valores no locales de manera interna. Cuando las operaciones se liquidan en un intermediario distinto a la CDV de emisión, siguen las reglas del intermediario, que pueden ser distintas de las reglas de la CDV local. Por ello, los riesgos pueden ser diferentes.

12. *Liquidaciones entre sistemas.* Las liquidaciones entre sistemas se efectúan a través de enlaces entre los sistemas de liquidación de valores, tanto entre dos CDIVs como entre CDIVs y CDIVs. Estas liquidaciones entre sistemas suelen acarrear ineficiencias que derivan de su necesidad de intercambiar información para saber si las contrapartes tienen los valores y fondos (o acceso a

crédito) necesarios para completar la liquidación. Pueden surgir dificultades operativas debido a variaciones en las horas de operación y husos horarios. Comúnmente, las contrapartes deben depositar previamente o tomar en préstamo valores y fondos para asegurar que éstos estén disponibles para la liquidación en su momento, lo cual incrementa las necesidades de liquidez de las partes.

13. Pueden surgir problemas específicos si uno o ambos sistemas de liquidación de valores realizan transferencias provisionales de valores que no son firmes hasta que la liquidación del efectivo es completada más tarde durante el día. Si el sistema que recibe una transferencia provisional permite que esos valores puedan ser entregados de nuevo antes de que la liquidación del efectivo haya sido completada, la reversión de la transferencia provisional podría causar reversiones y pérdidas dentro de su propio sistema. Las implicaciones para aquellos que participan a través de un enlace dependerán de cómo asigne las pérdidas el sistema que recibe la transferencia provisional.

14. Si bien no son vulnerables a la reversión de las transferencias provisionales, los enlaces crean interdependencias operativas entre los sistemas. Un problema operativo en un sistema puede generar fallos para completar las entregas, lo cual a su vez podría afectar a la liquidación en un sistema vinculado. También se crean interdependencias de crédito y liquidez cuando un sistema proporciona una cuenta de efectivo a otro. El sistema que utiliza la cuenta está expuesto a riesgos de crédito y liquidez sobre los saldos mantenidos en la cuenta, mientras que el sistema que proporciona la cuenta está expuesto a riesgos de crédito y liquidez si permite sobregiros o saldos deficitarios en la cuenta.

Anexo 5: Glosario

acuerdo de márgenes entre entidades de contrapartida central (cross-margining agreement)	acuerdo entre entidades de contrapartida central para considerar las posiciones y las correspondientes garantías registradas en sus respectivas organizaciones como una cartera para los participantes que son miembros de ambas organizaciones. Las posiciones mantenidas en las cuentas en las entidades de contrapartida central están sujetas a menores requisitos de garantías, dado que las posiciones mantenidas con una de las entidades de contrapartida central garantizan parte de la exposición al riesgo de las posiciones relacionadas mantenidas en la otra entidad de contrapartida central. En el caso de incumplimiento de un participante cuya cuenta está cubierta con los márgenes entre las contrapartidas, una de las entidades de contrapartida central puede utilizar las posiciones y las garantías en la cuenta de la otra entidad de contrapartida central para cubrir las pérdidas.
acuerdo marco (master agreement)	acuerdo que establece los términos y condiciones estándar aplicables a todas las operaciones o a un subconjunto definido de operaciones que las partes pueden suscribir cuando lo deseen, incluyendo los términos y condiciones para la compensación de saldos de cierre.
agente liquidador (settlement agent)	véase agente liquidador del efectivo
agente liquidador del efectivo (cash settlement agent)	entidad cuyos activos son utilizados para liquidar las obligaciones finales de pago que surgen de las transferencias de valores en el seno de una CDV. Las cuentas que se mantienen con un agente liquidador del efectivo pertenecen a bancos liquidadores que actúan por cuenta propia y es posible que también ofrezcan servicios de pago a participantes que no tienen cuentas con el agente liquidador.
agente local (local agent)	custodio que proporciona servicios de custodia para los valores que se negocian y liquidan en el país en el que está establecido a las partes de una operación y a los intermediarios de la liquidación situados en otros países (no residentes).
apoderado (nominee)	persona o entidad nombrada por otra para actuar en su nombre. Generalmente se utiliza en una operación de valores para obtener el registro y la titularidad legal de un valor.
banco liquidador (settlement bank)	entidad que mantiene cuentas de efectivo con el agente liquidador para liquidar obligaciones de pago que surgen de las transferencias de valores, tanto por cuenta propia como en nombre de otros participantes del mercado.
central depositaria de valores, CDV (central securities depository, CSD)	institución de tenencia de valores que permite que las operaciones con valores sean procesadas mediante anotaciones en cuenta. Los valores representados mediante títulos físicos pueden estar inmovilizados en la depositaria o pueden estar desmaterializados (es decir, existir sólo como registros electrónicos).
central depositaria internacional de valores, CDIV (international central securities depository, ICSD)	central depositaria de valores que compensa y liquida operaciones de valores internacionales u operaciones transfronterizas de valores nacionales, normalmente mediante enlaces directos o indirectos (a través de agentes locales) con CDVs locales.

certificado (certificate)	documento que demuestra la titularidad, y las obligaciones o compromisos del emisor de un título u otro instrumento financiero.
compensación (clearance)	El término “compensación” tiene dos significados en los mercados de valores. Puede expresar el proceso mediante el cual se calculan las obligaciones mutuas de los participantes, generalmente de forma neta, para el intercambio de valores y efectivo. También puede aludir al proceso de transferencia de los valores en la fecha de liquidación, y en este sentido, el término “sistema de compensación” se utiliza a veces para referirse a los sistemas de liquidación de valores.
compensación de saldos (netting)	compensación de obligaciones recíprocas acordada entre las partes de una operación o los participantes de un sistema, incluyendo la compensación de saldos de las obligaciones surgidas de la negociación, por ejemplo a través de una entidad de contrapartida central, así como también acuerdos para liquidar valores o instrucciones de transferencia de fondos de forma neta.
confirmación (confirmation)	proceso mediante el cual los términos de una operación son verificados, ya sea directamente por los participantes del mercado o mediante alguna entidad central (generalmente el mercado). Cuando los participantes directos ejecutan operaciones por cuenta de participantes indirectos, la confirmación de la operación ocurre mediante dos vías distintas: verificación (normalmente denominada confirmación) de los términos de la operación entre los participantes directos, y verificación (a veces denominada afirmación) de los términos presentados entre cada participante directo y su participante indirecto.
conflicto entre legislaciones (conflict of laws)	inconsistencia o diferencia en las leyes de jurisdicciones que tienen un interés potencial en una operación. Las reglas para la resolución de conflictos entre las legislaciones de cada jurisdicción especifican los criterios que determinan la ley que es aplicable en tal caso.
contraparte (counterparty)	parte de una negociación.
custodia (custody)	la guarda y administración de valores y otros instrumentos financieros en nombre de otros.
custodio internacional (global custodian)	custodio que proporciona a sus clientes servicios de custodia de valores que son negociados y liquidados no sólo en el país donde el custodio está ubicado sino también en otros países.
desmaterialización (dematerialisation)	eliminación de certificados físicos o documentos de titularidad que representan la propiedad de los valores de modo que éstos existen solamente como registros contables.
custodio (custodian)	Una entidad, por lo general un banco, que guarda y administra valores para sus clientes y que puede ofrecer otros servicios, como la compensación y liquidación, administración de efectivo, operaciones con divisas y préstamo de valores.
elección del derecho aplicable (choice of law)	disposición contractual mediante la cual las partes eligen la normativa que gobernará su contrato o relación. La elección del derecho aplicable también puede referirse a qué normativa debe regir en el caso de un conflicto entre legislaciones. Véase también “conflicto entre legislaciones”.
emisor (issuer)	entidad que es la parte obligada en un valor u otro instrumento financiero.

entidad de contrapartida central, ECC) (central counterparty, CCP)	entidad que se interpone entre las partes de una negociación, actuando como comprador para todo vendedor y como vendedor para todo comprador.
entrega (delivery)	transferencia definitiva de un valor o instrumento financiero.
entrega contra pago (delivery versus payment)	enlace entre un sistema de transferencia de valores y un sistema de transferencia de fondos que garantiza que la entrega ocurre única y exclusivamente si se realiza el pago.
fecha de liquidación (settlement date)	fecha en que las partes de una operación de valores acuerdan llevar a cabo la liquidación. En ocasiones se hace referencia a la fecha prevista como la fecha contractual de liquidación.
fondos mismo día (same-day funds)	saldos de fondos que el receptor tiene derecho a transferir o retirar de su cuenta el día de recepción.
garantía (collateral)	un activo o un compromiso de un tercero que es aceptado por un participante como garantía de una obligación del otorgante de dicha garantía con dicho participante.
inmovilización (immobilisation)	colocación de certificados físicos de valores e instrumentos financieros en una central depositaria de valores para facilitar las transferencias realizadas mediante anotaciones en cuenta, es decir, mediante débito y crédito en las cuentas mantenidas por los tenedores en el depositario.
intervalo de liquidación (settlement interval)	tiempo que transcurre entre la fecha de la negociación (T) y la fecha de liquidación. Por lo general se calcula en relación con la fecha de la negociación. Por ejemplo, si transcurren tres días, el intervalo de liquidación es T+3.
liquidación (settlement)	conclusión de una operación mediante la transferencia definitiva de los valores y de los fondos entre el comprador y el vendedor.
liquidación bruta en tiempo real (real-time gross settlement)	liquidación continua de transferencias de fondos o de valores de forma individual, operación por operación, conforme se van recibiendo.
liquidación en plazo fijo posterior a la negociación (rolling settlement)	procedimiento mediante el cual la liquidación se realiza después de un cierto número de días hábiles a partir de la fecha de la negociación. Esto difiere de los procedimientos que siguen un periodo contable, en los que la liquidación de las operaciones se realiza sólo en un día concreto, por ejemplo un día específico de la semana o del mes, para todas las operaciones del período contable de referencia.
liquidación entre diferentes sistemas (cross-system settlement)	liquidación de una operación efectuada a través de un enlace entre dos sistemas distintos de transferencia de valores.
liquidación firme (final settlement)	cancelación de una obligación mediante una transferencia de fondos y una transferencia de valores que se han vuelto irrevocables e incondicionales.
liquidación transfronteriza (cross-border settlement)	liquidación que se realiza en un país distinto al país en el que una de las contrapartes de una operación o ambas están ubicadas.
Margen (margin)	término que normalmente denota la garantía utilizada para respaldar una obligación, tanto si se ha realizado o como si es aún potencial. En los mercados de valores, se refiere a la garantía depositada por un cliente para garantizar un préstamo de un comisionista para comprar acciones. En las ECC algunas veces se hace referencia al margen como el depósito para garantizar el cumplimiento de una obligación o para cubrir las operaciones no liquidadas de los posibles movimientos en los mercados.

operación con pacto de recompra (repurchase agreement)	contrato para vender y a continuación volver a comprar los valores a un precio y en una fecha concretos.
operación fallida (failed transaction)	operación de valores que no se liquida en la fecha contractual de liquidación.
Operación transfronteriza (cross-border trade)	operación que requiere de una liquidación transfronteriza.
operaciones concatenadas (back-to-back transactions)	operación que consiste en un par de transacciones en las que una de las partes recibe y entrega el mismo día unos mismos valores. Estas transacciones pueden ser compraventas a vencimiento o bien operaciones de garantía (operaciones con pacto de recompra o préstamos de valores). Por ejemplo, un intermediario financiero podría comprar y vender los mismos valores con una misma fecha de liquidación en el curso de su actividad como creador de mercado, o bien podría comprar valores para su propia cartera y financiar su posición mediante un pacto de recompra.
participante directo del mercado (direct market participant)	intermediario o un miembro de un mercado que ejecuta directamente una orden.
participante indirecto del mercado (indirect market participant)	participante del mercado que utiliza un intermediario para que ejecute las operaciones en su nombre. Generalmente los inversionistas institucionales y los clientes transfronterizos son participantes indirectos del mercado.
proceso automático de principio a fin (straight-through processing)	finalización de los procesos de liquidación previa y liquidación basados en la introducción manual de la información de las negociaciones una sola vez en un sistema automatizado.
registro (registration)	listado de los propietarios de los valores en los registros del emisor. Esta tarea la realiza normalmente un agente de transferencia o registrador oficial.
revertir o deshacer (unwind)	procedimiento que siguen algunas cámaras de compensación y sistemas de liquidación por el que las transferencias de valores o de fondos se liquidan de forma neta, manteniéndose todas las transferencias como provisionales hasta que todos los participantes han saldado sus obligaciones de liquidación. Si un participante incumple con la liquidación, algunas o todas las transferencias provisionales de ese participante se retiran del sistema y las obligaciones de liquidación de las transferencias restantes son entonces recalculadas. El proceso de recalcular las obligaciones se conoce como revertir o retroceder.
riesgo de crédito/ exposición crediticia (credit risk / exposure)	riesgo de que una parte no liquide una obligación por su valor total al vencimiento o en cualquier momento posterior. El riesgo de crédito incluye el riesgo de coste de reposición y el riesgo de principal. También incluye el riesgo de incumplimiento del banco liquidador.
riesgo de custodia (custody risk)	el riesgo de pérdida de los valores mantenidos bajo custodia ocasionado por la insolvencia, negligencia, malversación de los activos, fraude, deficiente administración o mantenimiento inadecuado de los registros.
riesgo de liquidación (settlement risk)	término general utilizado para designar el riesgo de que una liquidación en un sistema de transferencia no se produzca según lo esperado. Este riesgo puede incluir tanto el riesgo de crédito como el de liquidez.
riesgo de liquidez (liquidity risk)	riesgo de que una parte no liquide una obligación por su valor total cuando ésta vence sino en una fecha posterior no determinada.

riesgo de principal / de capital (principal risk)	riesgo de que el vendedor de un valor entregue dicho título pero no reciba el pago, o que el comprador de un valor realice el pago pero no obtenga el valor. En este caso, está en juego el valor completo del principal de los valores o de los fondos transferidos.
riesgo legal (legal risk)	riesgo de que una parte sufra una pérdida debido a que las leyes o reglamentos no protegen las reglas del sistema de liquidación de valores, la ejecución de los acuerdos de liquidación relacionados o los derechos de propiedad y otros intereses que se mantienen en el sistema de liquidación. El riesgo legal también surge si la aplicación de las leyes o reglamentos es confusa.
riesgo operativo (operational risk)	riesgo de que deficiencias en los sistemas informáticos o en los controles internos, errores humanos o fallos en la gestión o administración puedan resultar en pérdidas inesperadas.
riesgo previo a la liquidación (pre-settlement risk)	riesgo de que una contraparte en una operación que finaliza en una fecha futura no cumpla con el contrato o acuerdo durante la vigencia de la operación. El riesgo resultante es el coste de reposición de la operación original a los precios vigentes del mercado. También se conoce como riesgo de coste de reposición.
riesgo sistémico (systemic risk)	riesgo de que el incumplimiento de las obligaciones de un participante al vencimiento pueda hacer que otros participantes o instituciones financieras no sean capaces a su vez de cumplir con sus obligaciones al vencimiento de las mismas. Tal incumplimiento puede causar problemas significativos de liquidez o de crédito y, como resultado, podría amenazar la estabilidad de los mercados financieros o la confianza en los mismos.
segregación (segregation)	método para proteger los activos y posiciones de los clientes manteniéndolos o contabilizándolos de forma separada a los de la propia entidad o comisionista.
sistema de anotaciones en cuenta (book-entry system)	sistema contable que permite la transferencia electrónica de valores sin el movimiento físico de los certificados en papel.
sistema de liquidación bruta (gross settlement system)	sistema de transferencia en el que las instrucciones de liquidación de los fondos o de transferencia de valores tienen lugar individualmente (instrucción por instrucción).
sistema de liquidación de valores (securities settlement system)	conjunto completo de acuerdos institucionales para la confirmación, compensación y liquidación de las operaciones con valores y su custodia.
sistema de liquidación neta (net settlement system)	sistema de liquidación en el que la liquidación firme de las órdenes de transferencia ocurre de forma neta en uno o varios momentos concretos, conocidos de antemano, durante el día de procesamiento.
sistema de tenencia directa (direct holding system)	sistema de tenencia de valores en el que el propietario usufructuario de los valores: (i) está reflejado como el propietario legal en los registros oficiales del emisor (y, si se requiere que los valores se emitan con un certificado de por medio, dichos títulos se encuentran emitidos a nombre del propietario); o (ii) está en posesión de valores emitidos al portador. El emisor, la CDV, los participantes en la CDV y terceros solicitantes están obligados a reconocer los derechos e intereses del propietario sobre los valores a partir de las anotaciones, o mediante la simple tenencia del título por parte del propietario.

sistema de tenencia indirecta (indirect holding system)	sistema de tenencia de valores en el que: (i) el apoderado aparece como el propietario legal de los valores en el registro oficial del emisor, y el propietario usufructuario (o el intermediario que gestiona los valores de éste último) aparece como el propietario de dichos títulos en los libros del apoderado; o (ii) los valores al portador están depositados con un intermediario, quien mantiene una cuenta donde se detallan los derechos e intereses del propietario usufructuario sobre dichos títulos. En un sistema de tenencia indirecta, los derechos e intereses del propietario usufructuario sobre un valor se transfieren mediante registros o anotaciones en cuenta en los libros del apoderado o del intermediario correspondiente.
subcustodio (sub-custodian)	custodio que mantiene valores en nombre de otro custodio. Por ejemplo, un custodio internacional puede mantener títulos a través de otro custodio en un mercado local. A este último se le conoce como el subcustodio.
SWIFT (SWIFT)	SWIFT, la Sociedad para las Telecomunicaciones Financieras Interbancarias Mundiales, ofrece un servicio de mensajería seguro para las comunicaciones interbancarias. Sus servicios son ampliamente utilizados en los mercados de divisas, de dinero y de valores para los mensajes de confirmación y de pago.
titularidad final / interés usufructuario (beneficial ownership / interest)	derecho a recibir algunos o todos los derechos derivados de la titularidad de un valor o algún otro instrumento financiero (v.g., rentas, derechos de voto, poder para transferir). Generalmente titularidad final o usufructuaria se utiliza por oposición a la "titularidad legal" de un valor o instrumento financiero.
transferencia provisional (provisional transfer)	transferencia condicionada en la que una o más partes retienen el derecho, por ley o por contrato, de rescindirla.
transferencia revocable (revocable transfer)	transferencia que pueden rescindir un operador o un participante del sistema.
valoración a precios de mercado (marking to market)	práctica de revalorar los títulos e instrumentos financieros utilizando los precios vigentes en el mercado y solicitar a la contraparte con una pérdida aún no realizada en el contrato que transfiera a la otra contraparte fondos o valores equivalentes al monto de la pérdida.
vigilancia (oversight)	actividad pública cuyo fin básico es el de promover la seguridad y eficiencia de los sistemas de pago y de liquidación de valores y, en particular, reducir el riesgo sistémico.