



## NOTA SOBRE POTENCIALES IMPEDIMENTOS PARA EL REGISTRO Y LA LIQUIDACIÓN EN EL DCV DE ESTADOS UNIDOS DE VALORES ORIGINALMENTE EMITIDOS Y SIMULTÁNEAMENTE REGISTRADOS EN IBERCLEAR (DUAL LISTING)

5 de abril de 2023

### 1. Contexto del análisis

1. El 28 de febrero de 2023, Ferrovial S.A. (Ferrovial o la Compañía) hizo pública, mediante un comunicado de información privilegiada en la CNMV, su intención de realizar una operación corporativa (fusión transfronteriza inversa) con la finalidad de que la matriz del Grupo pase a estar radicada en Países Bajos. Esta propuesta será sometida a votación en la Junta General de Accionistas de Ferrovial, que se celebrará el próximo 13 de abril de 2023
2. Entre los argumentos que motivaban dicha decisión, según los comunicados de información privilegiada publicados por la Compañía en la CNMV, Ferrovial esgrimía que esperaba que la fusión facilitase la solicitud de cotización en Estados Unidos (EEUU). Así, tal y como exponía la Compañía en su comunicación de información privilegia de 2 de abril de 2023, “los Países Bajos constituyen una plataforma óptima para que las Acciones de FISE puedan negociarse simultáneamente en España, los Países Bajos y, llegado el momento, también en los Estados Unidos. Ferrovial considera que la condición de compañía cotizada neerlandesa **facilitará la futura admisión a negociación de esas mismas acciones en los Estados Unidos** y, de darse las condiciones para ello, **su inclusión en los índices bursátiles estadounidenses**. Por el contrario, **las acciones de una sociedad española cotizada en España solamente pueden negociarse en los Estados Unidos a través de *American Depositary Receipts* u otras fórmulas indirectas**, y los *American Depositary Receipts* no son elegibles para acceder a los índices bursátiles estadounidenses”.
3. En este contexto, la CNMV inició los trabajos para identificar los potenciales impedimentos, en su caso, a los que las compañías españolas pudieran enfrentarse en caso de tener interés en cotizar simultáneamente en mercados de EEUU. El papel de la CNMV no es cuestionar las decisiones empresariales de las compañías cotizadas, sino analizar las cuestiones técnicas que se hayan planteado al respecto, con vistas a identificar posibles impedimentos a fórmulas que sean beneficiosas para las cotizadas españolas sin poner en riesgo la protección del inversor. Similares trabajos también se han llevado a cabo por BME como gestor de infraestructuras en España.
4. Hasta la fecha, ningún emisor español había planteado a la CNMV o al Grupo BME una iniciativa similar y, por tanto, no había precedentes de este estudio.
5. Esta nota no se refiere al caso específico de las acciones de Ferrovial S.A. ni contiene ninguna información sobre dicha compañía distinta de la que ya es pública, sino que se refiere a la situación general regulatoria de las cotizadas españolas, en su conjunto. Tampoco contiene ninguna información sujeta al deber de secreto regulado en el artículo 248 de la Ley del

Mercado de Valores. Se entiende que la presente nota no se solicita con objeto de su publicación, sino como asesoramiento al Ministerio de Asuntos Económicos y Transformación Digital en respuesta a una petición de dicho Ministerio de fecha de hoy, que se entiende realizada al amparo del artículo 17.3 de la vigente Ley del Mercado de Valores.

6. Nótese asimismo que numerosas empresas españolas ya cotizan en mercados de EEUU, a través de *American Depositary Receipts* (ADR), modalidad que no ha sido el objeto principal de este análisis.

## 2. Acciones y análisis llevados a cabo por la CNMV

7. Las conclusiones alcanzadas se basan en los siguientes análisis:
  - Revisión de los principales procedimientos a seguir para la admisión en el registro del Depositario Central de Valores (DCV) de EEUU, The Depository Trust Company (DTC), que es una condición necesaria para que dichas acciones puedan cotizar en los mercados americanos de NYSE o Nasdaq. DTC es subsidiaria del grupo de infraestructuras The Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC), y realiza las funciones de DCV en EEUU.
  - Reuniones y comunicaciones con el DCV español, Iberclear S.A. (Iberclear), que es el DCV español en el cual las principales compañías españolas mantienen el registro de sus acciones<sup>1</sup>.
  - Información publicada por Ferrovial.
  - Reuniones y comunicaciones de la CNMV con responsables del DTCC.

## 3. Descripción general de los procedimientos para el Registro en el DCV de Estados Unidos (DTC)

8. En base al análisis realizado, se ha verificado en términos generales el procedimiento que el DTC sigue para el registro de valores cuyo DCV emisor no es el propio depositario central americano.
9. Así, para el registro en el DTC, el DCV americano exige que un *Transfer Agent*, que es una entidad autorizada por el DTC a realizar este tipo de actividades, emita un *Balance Certificate*. Este documento acredita la propiedad y el registro de un determinado saldo de valores extranjeros conforme a las normas que le sean aplicables a nombre de Cede & Co., el *nominee* del DTC, lo que permite el alta del saldo certificado en DTC y su eventual admisión a cotización en mercados de EEUU.
10. Para la emisión de dicho *Balance Certificate* es necesario que dichos valores queden inmovilizados, de tal manera que se garantice la correspondencia permanente con el saldo de valores certificados. La inmovilización del saldo de valores para los que se ha expedido certificado es una figura expresamente contemplada en la norma española, no pudiendo practicarse transferencias ni inscripción de prendas, cargas u otros derechos sobre aquellos para los que existe un certificado vigente expedido por el DCV español o sus entidades participantes. No se ha podido verificar con total seguridad si el documento de inmovilización de los valores que precisa el *Transfer Agent* ha de ser emitido necesariamente por la sociedad emisora de las acciones o valdría con el certificado del propio DCV (Iberclear). En cualquier caso, de requerirse así, se considera que a priori sería un detalle técnico que pudiera solucionarse fácilmente si el certificado del emisor de los valores descansara directamente sobre un certificado idéntico emitido por Iberclear o sus entidades participantes.

---

<sup>1</sup> Nótese que Iberclear ha mantenido contactos y reuniones directamente con DTCC, de los que han informado a la CNMV y que también han servido para la preparación de esta nota.

11. Entre las funciones del *Transfer Agent* está también la custodia de dicho certificado de inmovilización, y que le permite asegurar que los valores registrados en el DTC tienen su respaldo en el DCV emisor, existiendo procedimientos del DTC de conciliación diaria entre el saldo de valores extranjeros dados de alta en su sistema y los depositados a nombre de Cede & Co. en los registros del emisor (o el DCV en el que está registrada la emisión) representados en el *Balance Certificate*.
12. Es interesante señalar que en los casos de compañías europeas que han optado por la cotización directa en mercados estadounidenses (sin el uso de ADR), es sólo una pequeña porción del capital la que suele ser objeto de transferencia, registro y admisión en dicho mercado. En muchos casos, el grueso del capital sigue siendo negociado en el mercado europeo y es sólo un porcentaje muy reducido el que “cotiza” en EEUU, de modo muy similar a lo que ocurre con los ADR. A modo de ejemplo, una de las compañías holandesas de mayor tamaño que cotizan en EEUU (AEGON, de acuerdo con información publicada por la propia compañía), tiene sólo un 9% del capital registrado y cotizado en dicho mercado, frente al 91%, que sigue cotizando exclusivamente en Holanda.
13. Si bien los certificados emitidos por el *Transfer Agent* hacia el DTC y por el emisor hacia el *Transfer Agent* parecen tener un formato físico, esto no impone ninguna condición en la forma de representación original de los valores, que según ha confirmado DTCC, bien pudieran estar representados como anotaciones en cuenta (lo cual es obligatorio en las cotizadas españolas, entendiéndose por tales las sociedades españolas que cotizan en mercados regulados españoles).
14. Es destacable también que se ha podido verificar que para el alta en el DTC de valores registrados inicialmente en otro DCV no se requiere que exista una interconexión o enlace entre el depositario central americano y el DCV en el que se encuentra registrada inicialmente la emisión, en este caso Iberclear. La figura del *Transfer Agent*, y los certificados (*Balance Certificate* y el certificado emitido en favor del *Transfer Agent* por el propio emisor) sustituyen al procedimiento de inclusión mediante enlace. De hecho, se ha podido constatar que el DTC tan sólo mantiene enlace con el DCV canadiense y que no tiene establecida este tipo de conexión con ningún depositario central europeo.
15. Finalmente, para la inclusión en el DTC es necesario que los valores cuenten con un código CUSIP que la identifique inequívocamente. El CUSIP es un número de identificación asimilable a los ISIN utilizados en los mercados europeos asignado a cada emisión por la agencia de numeración americana correspondiente. No obstante, el DTC mantiene también registro de la información del código ISIN original, ya que los valores registrados en él, y eventualmente admitidos a negociación, representan el mismo conjunto de derechos que los negociados en el mercado de origen.
16. Por último, es importante destacar que, si bien no se han identificado impedimentos ni ningún indicio de existencia de los mismos, dichas restricciones pudieran emerger una vez que una solicitud formal se estudiara por parte del DTC, ya que dentro de sus procedimientos operativos<sup>2</sup>, el DTC establece que estudia caso por caso la elegibilidad para que los valores sean registrados en el DCV. Así, en la sección 3 de dicho manual operativo, dedicada a valores de emisores establecidos fuera de EEUU, se detalla que el DCV pudiera requerir opiniones legales para asegurar que los valores registrados protegen suficientemente los derechos de DTC y sus participantes:

“3. Issuers Organized Outside the United States (“Foreign Issuers”)

A Foreign Issuer may be required to make special representations or provide additional legal opinions to protect DTC and its Participants from certain risks associated with the laws under which the Issuer is organized and/or the laws governing the securities. A foreign legal opinion will refer to relevant laws of the foreign jurisdiction in which the Issuer is organized. If required by DTC, the foreign legal opinion shall be provided to DTC as a condition of eligibility.

The General Counsel’s Office of DTC, working with Underwriting, may provide a template form of opinion letter or list of matters to be covered in the foreign legal opinion (in any case, the “Opinion Form”) to be used in these

---

<sup>2</sup> <https://www.dtcc.com/-/media/Files/Downloads/legal/issue-eligibility/eligibility/operational-arrangements.pdf>

instances. It should be noted that the substance of this Opinion Form is non-negotiable, except for information specific to the particular issue submitted for eligibility. The foreign counsel opinion must be provided by an attorney qualified to practice law in the Issuer's jurisdiction of organization and acceptable to DTC. If the laws governing the issuance of the security differ from the laws governing the Issuer's organization, an additional opinion of appropriate counsel may be required".

17. Adicionalmente, tampoco se ha identificado ningún aspecto concreto de la legislación española que pudiera dificultar la admisión en el registro del DTC o su cotización en mercados de EEUU. Así, el supuesto impedimento según el cual la forma de representación en anotaciones en cuenta o la designación de un DCV único impiden la cotización directa en EEUU contrasta con los resultados de los análisis realizados. En segundo lugar, el hecho de que no haya compañías españolas cotizando en EEUU en cierto sentido prueba las dificultades existentes, si bien, como se ha comentado, la CNMV no ha tenido conocimiento que esta vía haya sido investigada en el pasado por otras compañías españolas. También se ha comprobado que hay determinados índices americanos que admiten ADRs en su composición (como Nasdaq) mientras otros no lo contemplan (como NYSE), pero este hecho no ha sido objeto de un análisis en profundidad.
18. Por tanto, si bien la CNMV no tiene conocimiento de ningún impedimento para la cotización simultánea en EEUU de valores negociados y registrados en Iberclear, no puede descartarse que en un eventual proceso de solicitud formal de admisión, las autoridades de EEUU o DTC pudieran identificar obstáculos en la legislación española que pudieran dificultar propuestas de ese estilo. No obstante, tal y como se ha manifestado públicamente, la CNMV estaría abierta a analizar y en su caso plantear los cambios legislativos pertinentes en caso de ser necesario para que compañías españolas tengan acceso a dichos mercados si esa fuera su intención.

#### 4. Resultados y conclusiones del análisis

19. La CNMV no ha identificado hasta el momento ningún impedimento legislativo, reglamentario, supervisor o de operativa para que valores españoles, registrados en Iberclear y cotizados en las bolsas españolas, puedan ser registrados directamente (y no mediante ADR) a solicitud de su emisor en el DTC, requisito necesario para cotizar en mercados de EEUU.
20. En concreto, se ha verificado la inexistencia de impedimentos en dos ámbitos concretos que fueron objeto de comentario público (aunque no fueron señalados en las informaciones publicadas oficialmente por Ferrovial):
  - El DTC no requiere que los títulos a admitir hayan sido emitidos originalmente como títulos físicos. La legislación española, según el artículo 6 del TRLMV<sup>3</sup>, exige que aquellos "valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales o en sistemas multilaterales de negociación estarán necesariamente representados mediante anotaciones en cuenta". Los mismos requerimientos en cuanto a la forma de representación de valores negociables se imponen en el artículo 496.1 de la LSC<sup>4</sup> y el RD de anotaciones en cuenta<sup>5</sup>. Esta forma de representación fue apuntada como un potencial impedimento para su registro en el DCV americano, y tal como se ha explicado en la anterior sección, dicha representación no impide, ni necesariamente dificulta, el registro en el DTC.
  - Sobre la supuesta ventaja según la cual el registro en el DCV de Países Bajos facilitaba su registro en el DCV de EEUU, al tener acuerdos de interoperabilidad, comúnmente conocidos como enlaces entre DCV. Se ha

<sup>3</sup> Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.

<sup>4</sup> Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

<sup>5</sup> Real Decreto 878/2015, de 2 de octubre, sobre compensación, liquidación y registro de valores negociables representados mediante anotaciones en cuenta, sobre el régimen jurídico de los depositarios centrales de valores y de las entidades de contrapartida central y sobre requisitos de transparencia de los emisores de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial.

podido verificar que el DCV holandés no tiene en vigor ningún enlace activo con el DTC, y de hecho, el DTC únicamente tiene un enlace activo con el DCV canadiense. Adicionalmente, en las conversaciones que se han mantenido directamente con el DTC hemos verificado que dichas conexiones no son un requerimiento necesario para la admisión al registro y cotización de valores extranjeros.

21. Sin embargo, es importante destacar que, si bien no se han identificado impedimentos ni ningún indicio de su existencia, la certeza de su ausencia sólo se podría comprobar mediante una solicitud formal de una compañía española. Ello es así porque es el depositario estadounidense quien debe quedar satisfecho del régimen legal, reglamentario, operativo y societario de la compañía concreta que lo solicite, sin que quepa realizar por su parte un análisis general de una jurisdicción en concreto, en este caso la española. Es decir, no está previsto en los procedimientos del depositario estadounidense la realización de un análisis exhaustivo de la compatibilidad de sus requerimientos a escala de una jurisdicción (en este caso la española), al estilo de los procedimientos de “equivalencia” que sí prevé la normativa financiera de la Unión Europea. Por tanto, no puede descartarse que alguna dificultad pudiera emerger una vez que una solicitud formal se estudiara por parte del DTC, ya que dentro de sus procedimientos operativos, el DTC establece que estudia caso por caso la elegibilidad para que los valores sean registrados en el DCV, pudiendo requerir opiniones legales para asegurar que los valores registrados protegen suficientemente los derechos de DTC, sus participantes y los inversores de EEUU.
22. Es igualmente importante reconocer que el proceso de solicitud y análisis por parte del DTC y del mercado en EEUU no es inmediato y puede demorarse unas semanas o meses. Es igualmente plausible que, al existir precedentes de compañías en otras jurisdicciones europeas (Holanda, entre otras) que ya cuentan con compañías que han transitado el proceso de la cotización directa, el análisis y experiencia previa del DTC y el mercado de EEUU sobre los elementos legales y operativos propios de la jurisdicción de que se trate pueden hacer que el proceso sea más breve y simple que si se iniciase desde España, donde no existen precedentes.
23. No obstante, tal y como ha expresado públicamente en varias ocasiones el Presidente de la CNMV, la CNMV no tiene inconveniente alguno en explorar fórmulas, aunque sean novedosas, que puedan representar oportunidades para los emisores españoles, siempre que se preserve la protección del inversor. En caso de evidenciarse a raíz de una solicitud formal cualquier impedimento concreto, hasta ahora no identificado, en la legislación o la norma reglamentaria española, en los procedimientos operativos de Iberclear, en los procedimientos de CNMV o en otro ámbito, la CNMV se ha mostrado públicamente dispuesta a analizar la conveniencia de cualquier modificación y en su caso promovería o propondría los cambios normativos pertinentes para hacer posible el acceso a otros inversores y mercados, si ese fuera el interés de compañías españolas cotizadas en España.