

**COMENTARIOS AL DOCUMENTO DE CNMV DE PROPUESTAS DE REFORMA EN EL  
SISTEMA ESPAÑOL DE COMPENSACIÓN, LIQUIDACIÓN Y REGISTRO DEL  
14. 01. 2011**

**Banco Santander acoge positivamente** esta consulta como así ya hizo anteriormente con la primera consulta del 12.02.2011 y con el informe con recomendaciones de CNMV y Banco de España del 28.12.2007. También agradece su presencia en el **Comité de Seguimiento** y en los **grupos de expertos** para el impulso de los trabajos técnicos en materia sobre **CCPs y Riesgos y sobre Firmeza y Registro**. A su vez damos la bienvenida a la puesta en marcha del proceso final que permitirá acometer las modificaciones necesarias para la competitividad de nuestro sistema y en el que el banco desea seguir participando.

Los **cambios** que se plantean son **de un gran calado** tanto en su vertiente legal como en la que afecta a sistemas y desarrollos técnicos. Muy especialmente por las implicaciones para entidades que, como la nuestra, administra un muy elevado número de cuentas de valores abiertas a través de su extensa red comercial.

El momento es tan **propicio** como **apretado**. Tiene como límite temporal la entrada en funcionamiento de la futura plataforma única de liquidación Target2Securities (T2S) del Eurosistema que tendrá lugar entre el tercer trimestre de 2014 y el transcurso del **primer semestre del 2015** y a la que razonablemente cabe anticipar que nuestro depositario central de valores Iberclear se adhiera en unos meses. Nuestra entrada en la plataforma no deberá verse penalizada por no haberse acometido en fecha la **desaparición de especificidades penalizadoras**. Los cambios deberán coordinarse de manera que sirvan a la reforma nacional pero que, a su vez, se adapten perfectamente a las características de **T2S** y en plazo para poder llevar a cabo las correspondientes pruebas.

Al mismo tiempo los cambios que el documento plantea tendrán que tener en cuenta el progreso actual de varias iniciativas legislativas y regulatorias en la Unión Europea como las conocidas por los acrónimos **EMIR**, que afectará especialmente a las entidades de contrapartida central, la **SLD**, sobre tenencia de valores a través de intermediarios, y la referida a **depositarios centrales** –cuya consulta pública se cierra el mismo día que la que nos ocupa– incluyendo la **armonización del ciclo de liquidación** que no se descarta sea acertado en un día.

La adaptación y el **coste** para las entidades participantes en el sistema son de difícil análisis en este estado inicial. Debe optarse por un nuevo sistema que garantice la **seguridad jurídica** de los mecanismos de post-contratación a la que estamos acostumbrados y que los cambios sobre todo de naturaleza operativa y de sistemas sean diseñados en calendario y de forma consensuada con las entidades afectadas. Abogamos por sistemas eficientes y con sensibilidad en costes, aprovechando aquellas funcionalidades actuales que puedan servir.

**Banco Santander** comparte plenamente los aspectos básicos de la reforma en homologación con los de la Unión Europea como son: 1) la compensación a través de **Entidad de Contrapartida Central** sin discriminación a mercados de contratación plataformas u operaciones bilaterales; 2) el **desplazamiento de la firmeza** en línea con la directiva al respecto; 3) la **eliminación** del tan arraigado principio de **aseguramiento en la entrega** pero con punto final a los excesos transitorios de saldos; 4) la liquidación **por saldos** en lo que ya contamos con experiencia para valores extranjeros; y 5) la correspondiente **eliminación de las Referencias de Registro**.

**Algunos aspectos a destacar**

Aun estando de acuerdo en que las entidades compensadoras y liquidadoras necesiten contar con una **solvencia** adecuada quisiéramos entender mejor el alcance del calificativo “elevados niveles” que se sugiere.

La **segregación de cuentas de terceros en el registro central** es una de las principales novedades de entre las propuestas. Pensamos debería acotarse para determinadas cuentas en función de su importe u otras variables. La singularidad con que se presenta no debería desencadenar su proliferación fruto de campañas comerciales al haberse mencionado como ventaja “motivos de reducción del riesgo de custodia”. Por otro lado, debe de entenderse la segregación en régimen de **tenencia indirecta** de manera que a pesar de tratarse de cuentas de valores transparentes para el depositario central, la relación contractual y de relación se mantenga con la entidad adherida. No queda claro el matiz de su aplicabilidad a ciertos tipos de inversión colectiva, sobre todo si hubiese que segregar fondo a fondo. Respecto a las cuentas de **tenencia colectiva** nos parece un avance se reconozca su realidad pero bien nos sorprende su exclusión para tenedores residentes.

La **codificación de cuentas y la normalización de normas y estándares** respecto a la **llevarza del registro de detalle** es desde el punto operativo el núcleo central de los cambios del sistema. Requiere de aclaración y de consenso con las entidades afectadas. Su lectura, entre otros puntos no suficientemente entendidos, da a entender que sería necesario el desglose por titular e ISIN y situación de tenencia lo que multiplicaría innecesaria y costosamente su tratamiento.

Estamos en contra del punto 154 en que se quiere investir a nuestro depositario central como la **única entidad interlocutora entre emisores e intermediarios** en la preparación de operaciones financieras y corporativas. Esto rompe el estado de hecho actual y confiere un monopolio privilegiado no aceptable para las relaciones de bancos u otras entidades financieras con sus clientes corporativos naturales.

No se nos escapa que a pesar del acierto de esta reforma hubiese sido preferible haberla comenzado hace algunos años para evitar esta urgencia en cambios de sistemas y presión en coste a la que vamos a estar sometidos. El coste será elevado y mermará o eliminará por algún tiempo las ventajas de ahorro de costes que nos parece asegurar la futura plataforma de liquidación T2S. No obstante, confiamos que el afán positivo que la caracterizará redundará en la consecución de la eficiencia, competitividad y robustez del sistema a medio plazo

### **1. ¿Qué opinión le merece la restricción del proceso de desglose?**

La descripción del proceso de desglose necesita aclaraciones. No se entiende el grado de intervención de los miembros contratadores y cómo se reparte en el doble plano compensación/liquidación indicado. No tiene sentido mantener el proceso actual de desglose al pasar a un modelo de liquidación por saldos donde la titularidad de los valores parece se va a otorgar en el entorno de la liquidación, por lo que dicho proceso de desglose se debería hacer en ese momento como se hace en la actualidad para la Renta Fija a través de la variación de terceros bien que se trate de un modelo bilateral. El desglosar a nivel de titular o comprador/vendedor en la liquidación reducirá las posibilidades de neteo, restringiendo éstas a nivel de titular o comprador/vendedor y por lo tanto incrementará el riesgo de liquidación. Esperamos que además ello no implique un posible aumento en cánones de liquidación. Este nuevo tratamiento del desglose va a obligar a crear nuevos estándares de comunicación entre miembros de bolsa y entidades liquidadoras y tendrá un impacto de gestión de la fiscalidad ya que traspasará la responsabilidad de la información a Hacienda a las entidades liquidadoras.

### **2. ¿Le parece apropiado que la parte perjudicada sea quien reciba la penalización impuesta, en su caso, a la parte incumplidora?**

Sí, nos parece apropiado siempre y cuando la penalización sea justa y transmitida en su totalidad a la parte perjudicada y no como ocurre en la actualidad. Las instituciones afectadas (Entidad de Contraparte Central –ECC– e Iberclear) deberán poder incluir en la penalización los gastos que incurran pero sin fijar niveles que puedan interpretarse como fuente de ingresos.

### **3. ¿Considera que los elementos señalados son suficientes para permitir una gestión profesionalizada de una ECC independientemente de su estructura de propiedad o considera necesario añadir alguno?**

En caso de que exista estructura de propiedad compartida, sería conveniente establecer normas que aseguren el funcionamiento y la gestión autónoma del Depositario Central de valores (DCV) y de la ECC y la adecuada prevención de conflictos de interés entre la actividad de una y otra.

Adicionalmente, deberán regularse en normas de rango legal (LMV y Ley de Firmeza) las consecuencias del concurso de un miembro compensador con especial atención al caso en que la entidad de que se trate sea al mismo tiempo miembro de la ECC y del DCV, de manera que las reglas de protección de uno y otro sistema estén debidamente coordinadas.

**4. ¿Considera conveniente que se imponga la obligatoriedad legal de canalizar las operaciones bursátiles multilaterales de renta variable a una ECC?**

Sí. Además, dicha obligatoriedad deberá ser recogida por los reglamentos de funcionamiento de los distintos mercados bursátiles de renta variable; de otra forma podrían coexistir dos modelos de liquidación distintos lo que impediría dar a la reforma los efectos generales que debe tener en temas tan relevantes como la firmeza de las operaciones, la gestión de riesgos en el ámbito de la liquidación, los principios registrales, etc.

**5. ¿Cree que en la reforma debería abordarse la prestación conjunta de servicios de ECC para renta fija y variable? En ese caso,**

Es recomendable que la ECC preste servicios conjuntos para renta variable y renta fija ya que el hecho de compensar ambas actividades daría lugar a una mayor efectividad en la gestión de garantías. Adicionalmente, es algo que ya ocurre en otras ECC europeas.

**6. ¿Considera que el uso de la ECC no debiera ser obligatorio en mercados donde la contratación no sea de tipo multilateral (tales como renta fija fuera de plataformas electrónicas, bloques, operaciones OTC sobre renta variable)?**

EMIR, en su redacción actual, obliga a que en la liquidación de derivados se interponga una ECC; en el resto de casos, la interposición de la ECC debería quedar a la voluntad de las partes y las normas de funcionamiento de la ECC permitir la compensación y liquidación de estas operaciones bilaterales.

**7. ¿Considera suficientes las condiciones aquí expuestas sobre el gobierno corporativo de las ECC?**

Véase la respuesta a la pregunta 3 para el caso de que exista estructura de propiedad compartida entre el DCV y la ECC. Sería, además, conveniente seguir las líneas que marque el futuro reglamento EMIR.

**8. ¿Considera necesario que la ECC tenga acceso a la liquidez a un día (*overnight*) del Eurosistema?**

Sí, lo consideramos imprescindible ya que permitiría a la ECC obtener liquidez en un espacio de tiempo muy corto en caso de necesitarlo, garantizando así el buen funcionamiento del sistema y que las operaciones lleguen a buen fin. Adicionalmente, es la forma más segura para que la ECC reinvierta los colaterales con un riesgo muy bajo.

**9. ¿Considera apropiados los mecanismos de resolución de incidencias propuestos?**

Sí. Adicionalmente, la ECC deberá ser reconocida como sistema a efectos de la legislación de firmeza de sus órdenes de transferencia y de protección de su régimen de garantías, especialmente en situaciones de concurso de sus miembros o de la propia ECC (tal como prevé el epígrafe 165).

**10. ¿Considera apropiado el modelo propuesto de liquidación por saldos y la supresión de las RR?**

Sí, con las siguientes matizaciones:

- En relación con lo dispuesto en el epígrafe 74, entendemos que el criterio de la bilateralidad, como forma de mantener ligadas compras y ventas desde su ejecución, se justificará no sólo a efectos informativos (como se dice), sino también, y de forma fundamental, en cuanto a los efectos por incumplimientos.
- En el epígrafe 79 se dice que “Al trabajar sobre las posiciones agregadas de las cuentas de valores de los participantes, el sistema se beneficia de todo el potencial la fungibilidad de los valores de cada emisión...”. Entendemos que esta afirmación debe ser matizada a fin de garantizar el principio de la adecuada y permanente segregación de posiciones propias y de terceros en beneficio de la protección de los activos de clientes de manera que quede claro que los saldos de la cuenta de terceros no se utilizará en ningún caso para liquidar operaciones sobre la cuenta propia de la entidad participante; de no ser así, en caso de concurso de la entidad participante el saldo de la cuenta de terceros podría quedar sujeto a reivindicación o reclamación por razón de operaciones propias.
- En línea con lo que se expresa al tratar la pregunta 12, la posición es favorable, con matizaciones, al planteamiento inverso, es decir, que la cuenta propia pueda responder, como solución de último recurso y antes de aplicar la regla sobre reparto de pérdidas, no en los procesos de liquidación ordinaria, sino únicamente para resolver la situación de déficit de valores que pueda producirse en la cuenta de terceros en caso de concurso de la entidad participante.

#### **11. ¿Considera necesario exigir requisitos de solvencia a los participantes en el sistema de liquidación propuesto?**

Sí, en la medida en que en el nuevo modelo que se proyecta su actuación y la adecuada llevanza del registro tendrá una mayor incidencia que en el modelo actual para el pleno reconocimiento y ejercicio de los derechos de los titulares registrales, especialmente en caso de que, producido su concurso, se dé una situación de insuficiencia de valores en la cuenta de terceros.

No obstante, conviene poner de manifiesto que este planteamiento de exigencia de mayores requisitos de solvencia podría dar lugar a una reducción del número de Entidades Participantes o a que muchas de las actuales opten por dejar de serlo y pasen a prestar los servicios de custodia a sus clientes buscando el apoyo –vía acuerdo de subcustodia de valores nacionales– de una Entidad Participante que sería la que haría frente a los mayores costes derivados de los nuevos requisitos de solvencia.

Hay que tener en cuenta que, en la actualidad (y no parece que vaya a cambiar con motivo de la reforma), para prestar el servicio de inversión de custodia de activos de terceros, no es requisito legalmente exigido ser Entidad Participante de Iberclear. El custodio lleva sus registros internos para sus clientes y, a su vez, subcontrata a una entidad participante la llevanza de esas posiciones en el registro de segundo nivel.

Es previsible que con la nueva regulación, estas situaciones se hagan más frecuentes y conviene tener presente que en este escenario los clientes de este tipo de entidades (custodios pero no participantes de Iberclear) podrían tener una situación de protección menor que los clientes que depositen sus valores directamente en una Entidad Participante pues, no estando aquellas sujetas a los nuevos requerimientos de solvencia pero estando habilitadas para prestar servicios de custodia sin ser Entidad participante, los clientes estarían sujetos a las consecuencias de dos situaciones concursales, la de su custodio y la de la entidad participante subcustodia, y a los efectos de eventuales reglas de distribución de pérdidas por insuficiencia de valores que podrían darse tanto a nivel de uno como de otro.

Parece razonable pensar que el aumento de las exigencias de recursos propios de las Entidades Participantes puede plantear la conveniencia de revisar igualmente los requisitos de solvencia de las entidades de mera custodia, pues de otra manera podrían crearse discriminaciones entre entidades autorizadas para prestar servicios de custodia de activos de terceros, favoreciendo en este aspecto a las que lo presenten sin llevar el registro de segundo nivel con respecto a las que sí sean Entidades Participantes.

La circunstancia expuesta en el párrafo anterior no parecería tener muchos sentido, sobre todo si pensamos que, en términos de estricta protección de los activos de clientes, estarían en mejor posición los que se custodien por una EP (gozarán de la protección del registro) que los que se custodien en otras entidades no participantes (cuyas posiciones no tendrán la protección registral).

## **12. ¿Considera apropiado que la cuenta propia del participante deba responder de la falta de valores en las cuentas de sus clientes?**

Sí, como solución de último recurso aplicable antes de acudir a la regla de reparto de pérdidas, no en los procesos ordinarios de liquidación de valores, sino únicamente para resolver la situación de déficit de valores que pueda producirse en la cuenta de terceros en caso de concurso de la entidad participante.

Por las mismas razones que se considera adecuado exigir mayores requisitos de solvencia a las entidades participantes de llevanza del registro, es decir, atendiendo a los efectos que la reforma en materia de registro puede tener en cuanto al pleno reconocimiento de los derechos de los titulares registrales (fundamentalmente por la desaparición de RRs como elemento de individualización registral e inclusión de reglas de reparto de pérdidas en caso de insuficiencia de valores), también se considera apropiado y justificado otorgar a los titulares de cuentas abiertas en el registro de detalle un derecho privilegiado sobre el saldo de valores de la cuenta propia con respecto al resto de acreedores en caso de concurso de la entidad participante.

Este privilegio o afectación especial debería ser expresamente recogido en la normativa reguladora de la prelación de créditos que resulte aplicable con el grado de preferencia de cobro que se considere adecuado para permitir a esta regla cumplir su función y despegar toda su eficacia. Concretamente, debería introducirse una disposición normativa de rango legal, previsiblemente en la LMV, que tiene carácter de especial respecto de la Ley concursal (Disposición adicional segunda).

En cualquier caso, tal como se indica en las respuestas a las preguntas 19 y 20, se hacen las siguientes matizaciones:

- Debe quedar claro que esta afectación se refiere exclusivamente a los saldos de valores que figuren anotados a nombre de la entidad concursada en su cuenta propia en Iberclear (no los que puedan figurar en otros sistemas de registro o los que se mantengan en cadenas de intermediarios, como los valores extranjeros).
- Los valores que la entidad concursada haya aportado como garantía de sus obligaciones ante la ECC (si fuera también miembro compensador) o ante otro deudor concursalmente privilegiado deberían quedar fuera de esta regla, ya que responden en sede de firmeza (o de la obligación garantizada).
- Esta regla no debería dar lugar a una obligación de mantener posiciones por cuenta propia ni suponer una penalización para las Entidades Participantes que no operen de esta manera.

## **13. ¿Considera apropiados los mecanismos de resolución de incidencias propuestos?**

Sí.

## **14. ¿Considera necesaria la existencia de un mecanismo de prestación sustitutoria?**

Sí, a cargo del incumplidor y consistente en entregar el equivalente en efectivo, teniendo en cuenta las variaciones de los precios de mercado.

## **15. ¿Considera apropiado el establecimiento de un sistema de penalizaciones que desincentive los fallos en la liquidación?**

Sí.

**16. ¿Cree conveniente que el DCV publique información de operaciones que no pudieron liquidarse a tiempo? ¿Con qué detalle y periodicidad?**

Depende de la finalidad que se dé a dicha publicación de operaciones fallidas. Entendemos que cada entidad será notificada de las operaciones fallidas por parte de la ECC y el DCV en el momento que esto ocurra y no vemos qué valor puede aportar el publicar estas operaciones.

**17. ¿Cree que cabe alguna otra consideración jurídica a esta cuestión?**

Véanse las respuestas a las preguntas 10, 11, 12.

Adicionalmente, es oportuno hacer las siguientes observaciones:

**17.1.** De carácter general sobre los efectos que la reforma tendrá para el modelo registral actual, resulta oportuno reiterar las consideraciones realizadas en el seno de los Grupos de Trabajo.

Como se reconoce de forma expresa en el epígrafe 11 del documento a consulta, en el nuevo modelo y en ausencia de un elemento de control e identificación de saldos de valores con trascendencia registral, adquirirá más importancia si cabe que la Entidad Participante haya llevado de forma adecuada el registro y se haya mantenido permanentemente cuadrado el saldo de la cuenta de terceros en Iberclear con los saldos que tenga anotado en su registro de detalle.

Ahora bien, en principio esto no tendría por qué suponer necesariamente una radical modificación de la naturaleza jurídica del derecho del titular registral pero sí podría, como se ha señalado, incrementar el grado de dependencia que el pleno reconocimiento y ejercicio de los derechos del titular puede tener con respecto a la actuación de la EP en que tenga anotadas sus posiciones y a mayor dependencia mayor condicionamiento del poder inmediato sobre el valor o derecho que es lo que caracteriza (junto a la oponibilidad frente a terceros) a los derechos reales frente a los de crédito.

Son estas consideraciones referidas al impacto que la reforma tendrá sobre el modelo registral las que justifican algunas de las medidas que acertadamente se plantean en la consulta, tales como el reforzamiento de los requisitos de solvencia de las Entidades Participantes, la afectación del saldo de la cuenta propia, la introducción de reglas sobre reparto de pérdidas en casos de insuficiencia de valores o el establecimiento de mayores mecanismos de control y supervisión de la llevanza del registro por parte de las Entidades Participantes.

**17.2.** Sistemas de control y supervisión, epígrafe 103: en línea con lo anteriormente apuntado, debería matizarse que el cumplimiento de las normas de conducta a que se hace referencia será supervisado con periodicidad adecuada por CNMV y que su incumplimiento podrá ser objeto de sanción en función de su gravedad y reiteración.

Adicionalmente, sometido a estudio de coste y beneficio, debería considerarse la oportunidad de establecer métodos eficaces de conciliación y verificación por vías independientes de la integridad de los saldos en los dos escalones del registro; una opción podría ser incluir, como parte de los procedimientos de verificación de la conciliación de saldos que forman parte de la auditoría externa de protección de activos de clientes, la previsión de que el auditor certifique la integridad y correlación de los saldos del registro de primer nivel y del registro de detalle a una fecha determinada.

**17.3.** Principio de segregación de cuentas en Iberclear, epígrafes 99 y 110 y subsección 5.4.

Este es, junto con la implantación como solución de aplicación inmediata de la regla de prorrata y los aspectos operativos de la llevanza del registro y de codificación de cuentas, el tema más novedoso de los que contiene el documento a consulta, por cuanto no había sido planteado hasta el momento a lo largo del proceso de reforma (específicamente, en los Grupos de Trabajo).

En el epígrafe 99 se plantea, como novedad del sistema que se desarrolla más adelante, la posibilidad de que “determinadas entidades no participantes puedan mantener en el DCV, a través de las entidades participantes, cuentas de valores segregados.”

Se añade en el epígrafe 110 que las cuentas relevantes a efectos de determinar la titularidad de valores anotados y de derechos reales limitados sobre los mismos y para determinar en qué momento se adquiere o se pierde la propiedad “deben ser (...) la cuenta en el DCV, tratándose de valores propios de la entidad participante o entidades con cuentas segregadas, y las cuentas de detalle tratándose de los clientes de la entidad participante.”

El epígrafe 124 indica que esta posibilidad de mantener este tipo de cuentas directas segregadas en el registro central ya se contempla en otros sistemas extranjeros.

Finalmente, el epígrafe 125 señala que este modelo de segregación de cuentas tendría como ventaja *“que los posibles descuadres o déficit de valores no se colectivicen entre todos los clientes de una misma entidad, sino que se distribuyan por cuentas, de manera que cada titular de cuenta segregada deba soportar únicamente los riesgos de déficit en su cuenta en el registro central, sin verse afectado por los déficit de otras cuentas llevadas por la misma entidad participante.”*

Finalmente, el epígrafe 135 prevé la posibilidad de que sea Iberclear quien realice la llevanza directa de las cuentas segregadas.

Pues bien, aunque el planteamiento y su justificación podrían compartirse en un plano teórico, resulta imprescindible analizar con detalle las consecuencias prácticas que podría tener la implantación de una medida como esta:

- Si el principio justificador es aislarse y protegerse frente a las reglas de colectivización de pérdidas es completamente previsible que, de prosperar la propuesta, la totalidad de los clientes, específicamente los institucionales no residentes que operan como custodios de los activos de sus clientes, exijan segregar su posición de la cuenta de terceros de la entidad participante y la apertura de una cuenta directa a su nombre en el registro de primer nivel a cargo de Iberclear.
- Otro tanto cabe esperar de los clientes institucionales residentes, específicamente las Instituciones de Inversión Colectiva y los Fondos de Pensiones pues sólo el registro directo en cuenta segregada abierta en Iberclear a nombre de cada Institución evitaría el riesgo de custodia derivado de la regla de colectivización de pérdidas en caso de concurso de la Entidad Participante-Depositario.
- De ser así y llevado al extremo, podría suceder que el registro de segundo nivel quedara únicamente para la anotación de posiciones de clientes minoristas que serían los únicos sujetos a los riesgos derivados de las reglas de colectivización de pérdidas, lo cual tendría difícil justificación atendiendo a las reglas MIFID sobre protección de activos de clientes.
- La extensión del modelo de cuentas segregadas directas en el DCV podría tener un gran impacto en los actuales modelos de negocio y en los procesos operativos de las Entidades Participantes: Iberclear tendría acceso directo a los datos, cuentas y operaciones de sus clientes lo que le facilitaría entrar en competencia y ofrecer directamente sus servicios (modelo de llevanza directa), los procesos de liquidación se harían mucho más complejos aún, debiendo coexistir un modelo para la cuenta global de terceros y otro para las cuentas segregadas directas, los costes se multiplicarían, etc.
- Por todo lo anterior y en línea con lo que apunta el epígrafe 99 al hablar de “determinadas entidades” resulta necesario profundizar en la propuesta y, sobre todo, delimitar de manera restrictiva el tipo de entidades que podrían tener acceso a este tipo de cuentas segregadas y bajo qué condiciones.
- En nuestra opinión, la regla debería restringirse a casos muy específicos, como determinadas Administraciones Públicas u otros DCV con acuerdos de conexión o acceso directo, siempre que permitan a Iberclear operar recíprocamente del mismo modo; de manera análoga pero en base a criterios de reciprocidad estricta, cabría la posibilidad de permitir el acceso a esta modalidad de

registro a clientes institucionales no residentes (custodios) cuya legislación de origen permita a los custodios españoles operar de manera análoga en sus respectivos DCV.

- En cuanto a los modelos de llevanza de las cuentas segregadas de determinadas personas sobre ISIN reconocidos por el sistema que se recogen en el epígrafe 135, la directa a cargo de Iberclear debería restringirse para el caso de las entidades anteriormente citadas (determinadas Administraciones y DCV), siendo la indirecta la aplicable de optarse por un modelo más abierto.
- En cualquier caso, el proyecto de Directiva sobre Depositarios Centrales de Valores parece el lugar más adecuado para incluir una regulación armonizada de esta cuestión, al menos, dentro del ámbito de la Unión Europea.

**17.4.** Prevalencia del registro de primer nivel en caso de discrepancias, epígrafes 111, 112 y 113: se establece la prevalencia del registro central sobre el de detalle en caso de discrepancia entre los saldos reconocidos en uno y otros.

Ya se puso de manifiesto en el seno de los Grupos de Trabajo que esta primacía del registro central sobre los registros de detalle podría producir una cierta desnaturalización jurídica del registro de detalle y de las anotaciones que en ellos se practican como generadores de plenos efectos de legitimación registral frente a terceros a favor del registro de primer nivel.

La cuestión no es menor: los registros y cuentas de valores que mantiene una Entidad Participante para sus clientes son registro con plenos efectos jurídicos y las anotaciones que en ellos se practiquen deben seguir teniendo la consideración jurídica de anotación registral con plenos efectos de legitimación frente a terceros desde el momento en que se produzcan y sin mayores condicionamientos, a menos que se establezca el principio de que esa anotación no produce plenos efectos registrales hasta que ese saldo “de abajo” no se concilie y consolide con el saldo “de arriba” y así se certifique por el sistema, pero esto supondría abrir un *gap* de riesgo potencial (al menos teórico) para los clientes que ahora no existe y sobre cuyo posible alcance práctico se hacen algunas reflexiones y propuestas en las respuestas al resto de apartados de esta pregunta 17 y en la pregunta 18 (a las cuales nos remitimos en este punto).

**17.5.** Relacionado con lo anterior es conveniente hacer referencia a lo que se dispone en el epígrafe 123, conforme al cual, para el ejercicio de derechos societarios, la constitución de gravámenes sobre los valores o la expedición de certificados de legitimación el régimen seguirá siendo el mismo, descansando en la labor registral de las entidades participantes.

Sobre esto se plantean dos cuestiones importantes que será preciso clarificar:

- ¿Qué ocurriría si, en una determinada fecha de corte para una operación corporativa o para la celebración de una Junta General, existiera discrepancia entre los saldos de valores reconocidos en el registro central y los reconocidos por el registro de detalle siendo los de arriba insuficientes para cubrir lo de abajo?.

Con base en lo dispuesto en los epígrafes 111 a 113, la lógica indica que en estos casos también debería prevalecer el registro central pero ello abriría una serie de interrogantes importantes:

a) ¿Qué regla se seguiría para distribuir los derechos políticos y económicos?, ¿también la de prorrata proporcional? Nuestra posición sería la misma que la que se expone al tratar la pregunta 18, si bien en estos casos las restricciones que pueden existir por razón de los plazos podrían hacer aconsejable definir una fórmula general predefinida y de aplicación automática como la de prorrata proporcional.

b) ¿Qué eficacia jurídica tendrá un gravamen anotado en el registro de detalle o un certificado de legitimación expedido por una entidad participante sobre un saldo de valores no reconocido o amparado por el registro central? En aras de la seguridad jurídica y del

mantenimiento y eficacia de los principios registrales unos y otros deberían gozar de protección y reconocimiento jurídicos.

- En caso de cuentas segregadas cuya llevanza realice directamente el DCV sería la labor de éste y no de las entidades participantes la relevante a estos efectos.

En definitiva, tanto el principio de prevalencia del registro central en caso de discrepancia como la posibilidad de apertura de cuentas segregadas en el registro central y su llevanza directa por el DCV pueden introducir importantes cambios en los temas que apunta el epígrafe 123 que habrá que tener en cuenta y resolver de la manera más adecuada.

**18. ¿Está usted de acuerdo con la introducción en nuestro ordenamiento jurídico de la regla de la prorrata como regla aplicable para resolver posibles situaciones de déficit de valores en caso de insolvencia de una entidad participante?**

Por las razones expuestas en la respuesta a la pregunta 17 anterior, se considera necesario establecer reglas que determinen cómo deberán distribuirse las pérdidas en el nuevo modelo en caso de que, producido el concurso de una Entidad Participante, el saldo de su cuenta de terceros en el DCV no sea suficiente para cubrir los saldos reconocidos por aquella a los titulares de cuentas abiertas en su registro de detalle.

El documento a consulta plantea la regla de prorrata como única fórmula aplicable con carácter general y se argumenta a favor de esta tesis que esta sería la fórmula dominante en los países de nuestro entorno.

No obstante, conviene señalar que en el proceso de elaboración del Proyecto de Directiva sobre efectos de la tenencia de valores mediante cuentas abiertas en intermediarios financieros esta cuestión permanece abierta y sujeta a análisis y debate.

En nuestra opinión, si (como parece desprenderse del documento a consulta) se pretende realizar los menores cambios posibles en el modelo registral actual y, sobre todo, mantener la naturaleza del registro de segundo nivel como un verdadero registro con efectos de legitimación frente a terceros, el criterio a seguir para determinar la forma de asignar los saldos de valores reconocidos en el registro central debería tener en cuenta, en primer lugar, los registros de la Entidad Participante y los principios que rijan su llevanza de manera que las operaciones (con sus liquidaciones y consiguientes anotaciones) que resulten indubitadas y no controvertibles, sean protegidas y atribuyan el debido efecto legitimador de reconocimiento y asignación del saldo de valores a favor del titular; sólo de forma supletoria, es decir, cuando conforme a los criterios anteriores no fuera posible acreditar la regularidad de una liquidación/anotación y/o la titularidad de unos valores de forma incontrovertible, se aplicaría la regla de prorrata proporcional y, en último lugar, alguna fórmula de compensación *in natura* o, no siendo esta posible, en efectivo.

En cualquier caso, parece aconsejable que la solución que se adopte en el sistema interno sea coherente con la que finalmente se adopte en el texto final de la Directiva anteriormente citada.

**19. ¿Está usted de acuerdo con la introducción de una regla como la propuesta? En caso afirmativo:**

Sí; véase la respuesta a la pregunta 12.

**20. ¿Considera que una regla como la propuesta debe formularse en términos tales que todos los valores de la cuenta propia de la entidad insolvente estén afectos a cubrir el posible déficit total de valores en las cuentas de terceros? o, por el contrario**

Sí, véase la respuesta a la pregunta 12.

**21. ¿La afectación de los valores en cuenta propia debe limitarse a los déficit que por la misma clase de valor se produzcan en la cuenta de terceros?**

No aplica.

**22. ¿Cuáles de las modalidades opcionales de llevanza de cuentas considera que podría ser conveniente prever como posible alternativa a considerar y cuáles cree que no debieran ser previstas o contempladas?**

Véase la respuesta a la pregunta 17, subepígrafe 17.3.

Adicionalmente:

- Sobre el epígrafe 136: de acuerdo, pero debería reconocerse esta misma posibilidad a cualquier Entidad Participante.
- Sobre el epígrafe 137: sorprende esta consideración; las Entidades Participantes ya llevan en su registro de detalle cuentas de tenencia colectiva (ómnibus) que agrupan las posiciones de diversas personas físicas sin identificación individualizada, específicamente a nombre de clientes/tenedores no residentes que actúan, en su condición de custodios, por cuenta de sus clientes. De no ser así, sería técnica, operativa y económicamente imposible custodiar las inversiones de no residentes en valores españoles. Esta es una práctica totalmente extendida cuando se trata del planteamiento inverso, es decir, de la custodia de las inversiones de clientes residentes en valores extranjeros y, además, plenamente reconocido por la formativa vigente (IICs, protección de activos de clientes MIFID, etc).

La propia figura de las cuentas de terceros que las Entidades Participantes mantienen actualmente abiertas en Iberclear ya responde al concepto de tenencia en nombre propio pero por cuenta de terceros.

**23. ¿Coincide en la necesidad de una disciplina armonizada regulatoria de cuentas y de anotaciones y partidas y en que las variaciones que pueden emplear los participantes tengan efecto en el sistema? R/S**

Todas las entidades ya contemplan en su estructura actual de llevanza de registro por saldos en la cuenta de sus clientes (pudiendo tener éste más de una), y donde se contemplan casi todos los atributos solicitados (tenencia, ISIN, fecha validez). Por lo tanto no vemos necesario que se creen cuentas intermedias. Cada entidad debería garantizar que es capaz de informar de una forma armonizada, pero sin necesidad de sufrir cambios tan profundos en sus sistemas.

**24. ¿Está de acuerdo con estos principios generales de distribución e identificación de cometidos y responsabilidades entre Iberclear y los participantes?**

No queda claro el régimen de responsabilidad de Iberclear en cuanto al control de la llevanza del registro de detalle por parte de las Entidades Participantes:

- En el epígrafe 147 se dice que no será responsable de su calidad y exactitud.
- En el 148 se le hace responsable de ejecutar los controles de verificación y cuadro de la integridad general del conjunto de cuentas de detalle del sistema.
- Finalmente, el actual artículo 72 del RD 116/1992 regula las funciones de supervisión a cargo de Iberclear señalando que le compete velar por la adecuada llevanza de los registros contables por parte de las entidades adheridas y por la corrección y eficiencia de los procesos de compensación y liquidación de las operaciones bursátiles.

No parece justificado suprimir el régimen de supervisión de la adecuada llevanza del registro por parte de las Entidades Participantes a cargo de Iberclear pensando en un sistema como el que se proyecta en que

(dada su “internalización” y ausencia de elementos de control e identificación con trascendencia registral) esa adecuada llevanza tendrá mayor importancia, si cabe, en cuanto al pleno reconocimiento de los derechos de los titulares.

Finalmente, sería muy oportuno aprovechar la reforma para clarificar el régimen de responsabilidad de Iberclear y delimitarlo con respecto al de las Entidades Participantes ante daños causados a terceros por la inadecuada llevanza del registro concurriendo incumplimiento de las funciones de supervisión por parte de Iberclear o ante supuestos de riesgos operativo, interrupción o fallos del sistema a la vista de lo dispuesto en el artículo 7.5 de la LMV y 72 del RD 116/1992.

**25. ¿Está de acuerdo con los modelos de control, cuadro y verificación diarios y periódicos que se plantean? R/S**

Véase la respuesta a la pregunta 17 anterior (subepígrafe 17.2).

Adicionalmente, CNMV debería supervisar a Iberclear en el cumplimiento de sus funciones de verificación y control, tal como se prevé en el epígrafe 153.

**26. ¿Está de acuerdo con el tratamiento que se propone para la gestión de las operaciones corporativas o financieras?**

No estamos de acuerdo con que Iberclear deba ser la única entidad interlocutora entre emisores e intermediarios en la preparación de operaciones financieras. Iberclear debe encargarse de cuadrar la posición de valores con derecho a la operación financiera en la fecha de referencia, pero existen unas funciones de mediación de la entidad agente de una operación financiera (lo que en el Proyecto de Directiva sobre Depositarios Centrales se denominan “*ancillary functions*”), cuya importancia aumenta con la complejidad de la operación y que Iberclear no puede desempeñar, por no estar autorizado ni disponer de los medios y el estatus necesario para prestar servicios de inversión o bancarios.

Los servicios de agencia, financieros y pagos que acompañan a las operaciones corporativas deberán seguir siendo prestado por entidades legalmente autorizadas para ello.

**27. ¿Considera que este enfoque es adecuado o cree usted que debiera alterarse sustancialmente?**

En la actualidad el servicio lo llevan otras entidades financieras y somos contrarios a su monopolización.

**28. ¿Está usted de acuerdo con los planteamientos anteriores?**

Véanse respuestas a preguntas 24 y 25.

**29. ¿Considera apropiado exigir que los participantes en el sistema de liquidación cubran con su cuenta propia los descuadres que se produzcan en las cuentas de valores de sus clientes?**

No en los procesos de liquidación ordinaria que puedan resolverse aplicando los mecanismos de solución de incidencias; únicamente como solución de último recurso para resolver la situación de déficit de valores que pueda producirse en la cuenta de terceros en caso de concurso de la entidad participante y antes de acudir a la regla de reparto de pérdidas. Adicionalmente, véanse respuestas a preguntas 12, 19 y 20.

**30. ¿Considera relevante en este momento tener en cuenta alguna cuestión sobre la firmeza que no haya sido expuesta?**

No.

**31. ¿Cuál de las tres opciones sobre el momento de la firmeza en el DCV considera más adecuada desde el punto de vista de la protección del sistema?**

Nuestra posición es favorable a fijarla en el momento descrito en el epígrafe 179, es decir, una vez iniciado el ciclo de liquidación, comprobada la suficiencia de saldos de valores y efectivo y bloqueados éstos por el sistema, de modo que hasta ese momento puedan revocarse las órdenes de transferencia.

Las razones que apoyan esta postura son las siguientes:

- Parece la más congruente con el nuevo modelo de liquidación por saldos.
- Coincide con el modelo de la renta fija.
- El momento del case parece prematuro al no tener en cuenta el elemento de suficiencia de saldos.
- El momento de la liquidación efectiva es demasiado tarde e impide desplegar a la firmeza todos sus efectos de anticipación de protección de las órdenes de transferencia: si hay liquidación hay anotación y transmisión de la propiedad del valor y, por tanto, la operación ya ha producido sus efectos; deviene firme *per se* en ese momento por la propia mecánica jurídica del contrato de compraventa y de los efectos traslativos de la anotación registral. Además, parece adecuado para la seguridad del tráfico y para la adecuada gestión de los riesgos en el seno de la ECC que las órdenes de transferencia resultantes de los procesos de compensación que introduzca en el DCV adquieran firmeza cuanto antes, una vez declarada la suficiencia de saldos y sin tener que esperar a la liquidación efectiva.

### **32. ¿Considera que los costes del sistema en su conjunto serán más reducidos que los actuales?**

Dependerá del número de años hasta su amortización. Esperemos que a largo plazo así sea. Nos enfrentamos al mismo tiempo a la reforma nacional como a nuestra incorporación en T2S. No olvidemos que el coste a que se enfrenta el depositario central finalmente es financiado por sus entidades adheridas.

Si en T2S se va a exigir “Real Time” y en Deuda ya se liquida con este procedimiento, ¿por qué no se plantea desde el inicio que sea on-line, en lugar de mantener diferentes ciclos?

Si en función de los segmentos de clientes de las SV, el miembro compensador puede utilizar varios liquidadores (varios neteos), tendremos menos costes, porque se liquidará una única operación en Iberclear y el resto se realizarán en la propia entidad como traspasos internos.

Si los modelos de negocio tienden a que haya un único liquidador por compensador, aunque haya una única liquidación en mercado, tendremos los costes por traspaso a las otras entidades.

### **33. ¿Considera que la eliminación de las RR puede abaratar los procesos de liquidación y registro?**

En la actualidad todas las entidades miembros del DCV tienen sistemas desarrollados para gestionar las RR y el proceso de liquidación en general. El eliminar las RR no va a abaratar el proceso de liquidación a corto plazo ya que vamos a tener que realizar una inversión tecnológica muy importante para cambiar los sistemas actuales y adaptarlos a los nuevos procesos. La eliminación de las RR podrá abaratar los procesos una vez la inversión sea amortizada. No hay datos suficientes para análisis. En cualquier caso, no se trata de una operación de abaratamiento sino de homologación europea que llega tardíamente y con urgencia.

### **34. ¿Considera que los cambios que introducirá la reforma producirán una reducción en el número de entidades que desempeñan estas actividades?**

En España hay varias entidades que ofrecen servicios de Custodia y Liquidación tanto para su actividad propia (o para la de su grupo financiero) como por cuenta de clientes terceros. Es de esperar que estas entidades especializadas sigan en el negocio. Respecto al resto de miembros del DCV, estos deberán analizar el coste de desarrollo de los cambios que introduce la reforma y decidir si les sigue interesando mantener la infraestructura tecnológica y de recursos o si, por el contrario, deciden delegar estas funciones

en una entidad especializada. Habrá quien decida afrontar el desarrollo tecnológico pero también habrá quien decida delegar estas funciones (delegación de medios técnicos). Es importante que el DCV tenga esto en cuenta y, por lo tanto, facilite la posibilidad de la delegación como ya hace en la actualidad.

**35. ¿Qué otros cambios considera que podría producir la reforma en la configuración actual de las actividades de poscontratación?**

Véase la respuesta a la pregunta 34.

**36. ¿Considera conveniente la introducción de la figura de miembro de mercado no liquidador?**

Si la figura de miembro de mercado no liquidador se traduce en que un miembro puede delegar sus medios técnicos en otra entidad, la respuesta es sí. Véase la contestación a la pregunta 34.

**37. ¿Considera que la separación de las actividades de liquidación y custodia/registro puede ser beneficiosa para algunas entidades?**

Consideramos que esta separación no va a ser ni más ni menos ventajosa para entidades miembros del DCV. Sin embargo, claramente va a hacer el proceso de liquidación más sencillo dado que no habrá que mantener el registro desde el momento de la contratación hasta la liquidación, sino que serán procesos independientes. Esto va a ser beneficioso sobre todo para entidades no residentes operando en el mercado español que hacen uso de la cuenta de terceros de una entidad miembro del DCV.