

**COMENTARIOS DE UN GRUPO DE TRABAJO DE EMPRESAS DE SERVICIOS DE INVERSIÓN EN EL  
AMBITO DEL FOGAIN, AL DOCUMENTO DENOMINADO “PROPUESTA DE REFORMA EN EL  
SISTEMA ESPAÑOL DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN Y REGISTRO” ELABORADO POR LA  
CNMV**

La CNMV ha hecho público un documento en el que se contienen determinadas propuestas para modificar el sistema español de registro, compensación y liquidación de operaciones sobre valores de renta variable (en adelante “la Propuesta”).

El Grupo de Trabajo coincide con las líneas generales de la Propuesta, fundamentalmente centradas en la necesaria interposición de una cámara de contrapartida central y la posibilidad de liquidar operaciones por saldos.

Sobre esta valoración positiva general, el Grupo quiere trasladar a la CNMV los siguientes comentarios:

**1.- Comentarios de carácter general.**

La Propuesta puede afectar de un modo significativo a las posibilidades de desarrollo de sus actividades por las empresas de servicios de inversión españolas y concretamente a las que tienen la condición de miembros del mercado bursátil, o de liquidadoras y/o custodias, en la actualidad. Puede tener implicaciones en términos de actividades que se puedan o no desarrollar, lo que influirá en la determinación del perfil de negocio futuro.

El establecimiento de requisitos exigentes de recursos propios para ser entidades compensadoras, así como para ser entidades registradoras y liquidadores, y la separación funcional de la contratación, compensación y liquidación y registro, tal y como se exponen en la Propuesta, tendrán indudablemente consecuencias sobre este tipo de entidades.

A la vista de esta consideración inicial, el Grupo quiere trasladar los siguientes comentarios de carácter general sobre la Propuesta:

**1.1.-** Debería concretarse cuanto antes, qué requisitos serían necesarios para el desarrollo de las diferentes funciones, contratadoras, compensadoras, liquidadoras y custodias/de registro. Esta concreción debería llevarse a cabo teniendo en cuenta los diferentes elementos de riesgo involucrados, al igual que el tratamiento que se sigue en sistemas similares en funcionamiento.

**1.2.-** La actividad de custodia de valores /registro no debería precisar niveles elevados de recursos propios, más allá de los que ya la propia regulación sobre solvencia establece para el tratamiento del riesgo operacional. Se trata de una actividad sometida en España a estricta supervisión, con un historial limpio prácticamente de incidencias serias (posibles con el actual sistema igual que con el nuevo que se propone) y con un régimen de auditoría externa anual, también muy detallada.

En concreto, a día de hoy, una entidad podría por ejemplo, cambiar las titularidades asignadas a una RR - fraudulentamente o por error - sin que el gestor del DCV lo pueda percibir o comprobar, ni evitar. También, puede reconocer a clientes valores de un código valor concreto muy por encima de los que reconocidos efectivamente en su cuenta de terceros del gestor del DCV. La prohibición legal de que la Sociedad de Sistemas lleve registros de titularidades, hace que ante este tipo de fraudes o errores, la existencia de un código como la RR no tenga efectos claros a favor de los clientes potencialmente perjudicados.

Los sistemas de control, con ser muy importantes, no pueden sustituir – ni en la actualidad con las RR ni con el sistema que se propone ahora- el buen hacer y profesionalidad de las entidades que tienen la relación directa con los clientes. El Grupo cree que debe tenerse esto en cuenta a la hora de evitar diseñar sistemas de control complejos que puedan llegar a ser excesivamente costosos, dado que la protección del derecho de propiedad de los clientes descansa en nuestro sistema y en la mayoría de los sistemas comparables, en el buen hacer de las entidades custodias. Y en este sentido, el historial reciente de las entidades españolas, no resulta precisamente preocupante.

1.3.- Supervisión del sistema: Obviamente, todo esto no descarta en modo alguno un sistema eficiente de supervisión y control, que el Grupo cree que hoy existe- como se ha señalado más arriba- y que deberá existir también con el sistema que ahora se propone.

Sin embargo, hay que incidir en el concepto de proporcionalidad en la supervisión del DCV, por un lado, y en la inexistencia de diferencias esenciales entre el sistema actual y el que se propone en términos de riesgos para los clientes, por otro.

Por tanto, los requisitos para prestar el servicio de custodia de valores – tanto para valores nacionales como para extranjeros- deberían ser en el nuevo sistema, muy similares a los actuales.

A lo largo del documento, se insiste en esta cuestión. En concreto, se menciona también, que el ámbito de supervisión que parece otorgarse al DCV resulta excesivamente amplio para una entidad empresarial privada, y parte de él debería otorgarse a la CNMV como supervisor de los mercados.

1.4.- El sistema que se ponga finalmente en práctica debe ser flexible en varios sentidos:

- Debe tratar de permitirse a las entidades una elección de modelo de negocio, dentro de la cadena de valor que constituye la contratación, compensación, liquidación y registro. Esta opción puede ir desde el desarrollo de una sola de dichas funciones, hasta el desarrollo de dos o más, y, lógicamente, también todas ellas.

- Los requisitos para compensar y liquidar deben ajustarse a niveles de recursos propios y- en su caso- de garantías que permitan a entidades que así lo pretendan, compensar y/o liquidar solo hasta un volumen concreto, estableciendo límites más centrados en tales niveles, que altos límites de entrada al sistema. Esto permitiría el mantenimiento de perfiles de negocio diversos que incluyan estas funciones pero con un ámbito cuantitativo de actuación limitado.

- En la actualidad, los clientes de intermediación/ejecución, tienen cada uno su propia entidad liquidadora. Consecuentemente, el sistema permite a los miembros del mercado desglosar operaciones a diferentes entidades liquidadoras, dependiendo de las instrucciones de los clientes. Esta es la situación actual y, por tanto, de ella debería partir el diseño del nuevo sistema.

El Grupo considera que es esencial que esta posibilidad siga existiendo en el nuevo sistema. La Propuesta parece indicar que existirán dos posibilidades, la designación por cada miembro del mercado que no pretenda compensar ni liquidar, de un Miembro Compensador General (GCM) que asumirá frente a la ECC la totalidad de la contratación de este miembro, o la adopción por el miembro del mercado de la figura del Miembro Compensador Individual. Pero el sistema debería permitir también, mecanismos para que determinadas contrataciones de puedan asignar a un miembro compensador y otras a otro diferente.

**1.5.-** La Propuesta puesta a consulta -como parece lógico en este momento- no menciona más que de pasada, el tema de los costes de implantación del nuevo sistema. Sin embargo, este puede ser un asunto muy relevante, particularmente en el momento en que se encuentra la industria, influida por la crisis. En un momento de ajuste de costes en todos los ámbitos, debería ser un elemento preferente en relación con la Propuesta el determinar los costes a incurrir y el hacerlo de una forma lo más rápida posible, de forma que se puedan, en lo posible además, escalonar sus efectos.

Por otro lado, las grandes inversiones que parecen desprenderse del alcance de la reforma propuesta, no solo debería afectar a conceptos legales y societarios sino que, más bien, deberían verse compensadas con una mejora tangible en los costes del sistema, así como una mejora sustancial en la flexibilidad operativa del mismo, incluyendo la tan necesaria conexión online entre el sistema de contratación y el nuevo sistema de compensación y liquidación resultante de la reforma.

**1.6.- Capacidades técnicas y financieras de la /las ECC:** A lo largo de la Propuesta se hace referencia en diversos apartados a las posibles nuevas exigencias financieras a determinados miembros del sistema. Sin embargo, se da un tratamiento solo parcial a las exigencias aplicables a las ECC. El Grupo considera que la figura de la ECC exige unos elevados recursos tanto financieros como tecnológicos y operativos, cuyos mínimos deberían ser fijados a nivel regulatorio.

**1.7.- Efectiva reducción de los costes en materia de fianzas.** La Propuesta recoge como una consecuencia previsible de la implantación del nuevo sistema, que se produzca una reducción en el nivel de fianzas a aportar en garantía de las operaciones pendientes de liquidar. Este es un aspecto muy importante de este tipo de sistemas, ya que se debe buscar un adecuado nivel de cobertura, lo que implica cubrir adecuadamente los riesgos, por un lado, y evitar, por otro, la inmovilización de volúmenes excesivos de garantías que encarecen el proceso de liquidación.

El Grupo considera que, efectivamente, la reducción de las fianzas debería ser una de las consecuencias de la implantación del nuevo sistema, incorporando en concreto, el

efecto que en el cálculo de las garantías tiene tanto el neteo de posiciones, como la adaptación de las exigencias de garantías a los volúmenes y volatilidades de cada valor.

## **2.- Contestación a las preguntas de la Propuesta.**

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

Resulta correcto que la labor de desglose de las operaciones se realice en el ámbito de la compensación/liquidación- como dice el apartado 23- ya que es el ámbito más cercano a las cuentas del cliente, ordenante para el correspondiente miembro del mercado. Sin embargo, el apartado 20 parece en este sentido incoherente con el apartado 23, ya que el apartado 20 señala que “Los miembros del mercado, a su vez, informarán a los agentes liquidadores de los datos de identidad de los titulares de la vertiente de compra o venta de cada ejecución en la que han intermediado, incluyendo el detalle de la asignación individual de valores y precios negociados.”

El Grupo considera que lo razonable y eficiente es que el miembro del mercado informe del ordenante, en tanto el desglose a nivel de inversor final- cuando proceda- lo deberá informar dicho ordenante a la entidad compensadora o liquidadora. Por tanto, el inciso entrecomillado del apartado 20 no debería incluirse en el documento.

Esto implica, también, que deberá aclararse el régimen de reporte de operaciones, ya que los miembros del mercado tendrán solo los datos del ordenante y no los desgloses detallados. Dicho detalle se deberá obtener de la entidad liquidadora correspondiente.

Por lo que se refiere a que el proceso de desglose- en el ámbito compensador/liquidador, insistimos- solo llegue a la desagregación de órdenes con diferentes clientes finales, parece un tratamiento correcto.

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

Si bien esta cuestión se trata más adelante en el documento, con carácter general el Grupo considera que las penalizaciones deben estar orientadas a cubrir costes e indemnizar a la parte perjudicada por un incumplimiento. Estas, y no otras, deben ser las finalidades de dichas penalizaciones.

### **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 líneas generales, los elementos señalados se consideran correctos.

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

Si.

### **5.- ¿Cree que en la reforma debería abordarse la prestación conjunta de servicios de ECC para renta fija y variable?.**

La utilización de una ECC para gestionar los riesgos vinculados a la liquidación de operaciones sobre renta fija se considera por el Grupo como una buena medida. Sin embargo, debe evitarse una aplicación automática del sistema de liquidación de renta variable a la renta fija. Hay que tener en cuenta que respecto de la liquidación de la renta fija no se han manifestado las características de la de renta variable que ahora aconsejan su modificación.

Una aplicación de los principios contenidos en la Propuesta a la renta fija requiere, por tanto, un análisis detallado previo.

**6.- En este caso, ¿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)?**

Como se ha señalado anteriormente, la utilización de la ECC puede ser positiva, pero no debería ser obligatoria, ya que debe dejarse un ámbito de libertad a la actuación de las partes en operaciones típicamente bilaterales.

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

Los elementos señalados en la Propuesta parecen correctos. En particular una adecuada estructura de gestión de los potenciales conflictos de interés entre las partes involucradas y la propia ECC parecen particularmente importantes.

Por otro lado, se echa de menos una referencia al nivel de experiencia y preparación que deben acreditar este tipo de entidades, en línea con este tipo de requisitos para todo tipo de entidades que prestan servicios en el ámbito de los servicios financieros.

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

Si.

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

Los sistemas propuestos son adecuados. Particularmente en lo que se refiere a los medios para disponer de liquidez, éstos se consideran adecuados, si bien debe regularse de forma muy clara cuál es el límite de disponibilidad de las garantías aportadas en efectivo ante la ECC. ¿Se pueden utilizar las garantías aportadas por entidades no afectadas y no incumplidoras? Si esto es así, debe quedar claro el proceso y la situación en que quedan las posiciones garantizadas por esas garantías en tanto estén dispuestas por la ECC.

Asimismo, la utilización por la ECC, como garantía, de valores entregados en la venta se considera una medida útil que debe estar adecuadamente cubierta desde un punto de vista normativo.

Por otro lado, en relación con esta cuestión – los incumplimientos y su tratamiento- debería quedar explícitamente mencionado que las penalizaciones no deben ser un elemento de

ingreso adicional del sistema. Deben aplicarse, como se ha señalado anteriormente, a cubrir costes, indemnizar a la parte perjudicada o, en su caso, incrementar el fondo de garantía.

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

En líneas generales, sí. Sin embargo, el sistema también podría ordenarse de forma que fuese la ECC la que enviase los mensajes de liquidación directamente tanto al DCV como al sistema de pagos

Otra cuestión que puede ser relevante es la de cuadrar adecuadamente la entrega contra pago, como mecanismo de protección del riesgo de crédito de las entidades involucradas.

De acuerdo con la propuesta, la orden de transferencia remitida al DCV, en el propio día D o en D+1, una vez comprobada la existencia de valores, constituye ya una orden firme a efectos de la protección de la Ley 41/1999, de Sistemas de Pagos y de Compensación y Liquidación de Valores. Pero ¿qué ocurre con la orden de transferencia del efectivo? ¿cuándo es firme la orden? ¿Cuándo llega al sistema de pagos gestionado por el Banco de España? La Propuesta no trata este asunto directamente, pero parece que las órdenes de transferencia van a llegar al Banco de España en D+3 para comprobar la suficiencia de saldos, retenerlos y posteriormente transferirlos. Por tanto, si bien de la propuesta no queda claro este aspecto, ¿es posible que las transferencias de valores sean firmes en D+ 1 y la de efectivo en D+3?. Esa diferencia debería evitarse. Así, si pensamos en un supuesto de insolvencia en D+2 podemos tener comprometidas órdenes de transferencia de valores en firme, contra órdenes de transferencia de efectivo no firmes. Ello impediría una auténtica entrega contra pago.

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

El Grupo considera que la Propuesta es innecesariamente exigente, desde el punto de vista conceptual, en materia de recursos propios para las entidades que realicen la actividad de registro de valores.

En la Propuesta parece vincularse la pertenencia al DCV, con la participación en la liquidación. Ello implica un nivel de recursos propios más elevados, si bien aún no se conoce hasta qué nivel.

El Grupo considera que la actividad de custodia de valores, incluida la de entidad registradora de valores como participante en el DCV, no debería requerir adicionales recursos propios a los que en la actualidad se exigen. El panorama de seguridad en esta materia que se deriva de la Propuesta y de la regulación actualmente en vigor respecto de esta actividad de custodia, resulta extraordinariamente exigente y seguro.

Así, la supervisión del DCV sobre las entidades participantes en el mismo, los arqueos y conciliaciones diarios y periódicos, la llevanza del registro normalizada, todo ello junto con la exigencia de un informe de auditoría externo de frecuencia anual sobre la adecuada protección de los activos de clientes, tanto valores como efectivo, son elementos más que suficientes para la garantía de un adecuado funcionamiento del sistema de cara a los clientes.

A ello hay que añadir que no se trata éste de un ámbito en el que se hayan puesto de manifiesto en el pasado, problemas relevantes para los clientes.

Se trata, por último, de una actividad sensible al riesgo operativo más que al riesgo de crédito. Y para la cobertura de este riesgo operativo ya existen medidas específicas de requerimiento de recursos propios en la regulación de solvencia.

Por tanto, la actividad de custodia de valores, como participante del DCV, no debería estar sometida a los mismos requisitos de recursos propios que la actividad de liquidación.

Por lo que respecta a esta última actividad -'la liquidación'- si parece que el nivel de solvencia puede ser algo mayor, si bien siempre debería estar justificado y debería vincularse a los volúmenes liquidados, permitiendo requisitos inferiores a entidades con volúmenes de liquidación inferiores.

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

Cuando no estemos ante una situación de insolvencia, la utilización de la cuenta propia de una entidad para resolver incidencias en la liquidación de entregas de valores por esa entidad, por cuenta de terceros, debería ser algo opcional, a elección de la entidad correspondiente. Obviamente, ello debería implicar la no aplicación de penalización alguna ya que se habría solucionado el incumplimiento.

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

El Grupo no considera que en relación con las operaciones liquidadas que no provengan de la ECC y que no están garantizadas, haya que establecer mecanismos de provisión de liquidez o similares para sustituir un incumplimiento. Las operaciones bilaterales, que no provienen de la ECC, si no hay valores o efectivo, no se deberían liquidar, directamente.

En todo caso, debería procederse, siempre que se pueda, a la liquidación parcial.

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

No, al tratarse de operaciones bilaterales OTC.

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

Si se establece un sistema de penalizaciones para operaciones bilaterales OTC, no debería ser con la finalidad de desincentivar los incumplimientos, sino con la de indemnizar a la parte perjudicada y - al tratarse de operaciones bilaterales- a solicitud de ésta.

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

No, al tratarse de operaciones bilaterales OTC.

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

Las consideraciones jurídicas son, en líneas generales, correctas. Sin embargo, no se comparte la idea de que con el sistema actual haya más riesgo en las entidades que hagan custodia de valores para sus clientes. Como hemos señalado más arriba, con el sistema de control que se refleja en la Propuesta, con los antecedentes de falta de incidencias significativas en esta materia, con la revisión de auditoría anual sobre protección de activos y con el nivel de recursos propios exigido por la normativa general de solvencia para esta actividad, se considera que existe un marco regulatorio muy garantista y protector de los intereses de los clientes de custodia, sin que sean preciso adicionales niveles de solvencia en las entidades custodias.

Por otro lado, la posibilidad de un fraude frente a los clientes, no es mayor con el sistema que describe la Propuesta que con el actual de utilización de Referencias de Registro. El sistema actual no puede impedir – como se ha señalado más arriba- el reconocimiento fraudulento a clientes de más valores que los reconocidos en Iberclear en la cuenta de terceros y amparados por las RR, o la venta fraudulenta de éstos. Es decir, no evita por sí solo, ni la posibilidad de fraude ni la de error.

Por tanto, no nos encontraremos con el nuevo sistema propuesto, ante un sistema menos seguro que el actual.

**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?**

Si.

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

**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**

**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?**

El Grupo está de acuerdo en que se dé a los clientes un trato preferencial en la recuperación de sus valores y efectivo. Pero no tiene mucho sentido limitar esta preferencia a los valores que haya en la cartera de la entidad insolvente. Si, por ejemplo, se han vendido dichos valores propiedad de la entidad el día antes de la solicitud de declaración de concurso, ¿ya no tendrían derecho los clientes a ser restituidos porque no hay valores en la cartera?

La preferencia en la devolución de los valores – y del efectivo- debería articularse respecto de todo el patrimonio de la entidad.

**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?**



El esquema de posibles cuentas debe ser flexible y permitir a las entidades y clientes discriminar por coste.

En todo caso, debería evitarse que las cuentas deban ser llevadas con titularidad a nivel central por el DCV, ya que ello implicaría complicaciones similares a las actuales donde deben actualizarse simultáneamente los registros de las entidades y los centrales del DCV (en la actualidad en materia de Referencias de Registro).

En todo caso, se considera infundado el permitir las cuentas colectivas solo para tenedores no residentes. ¿Qué ocurriría con un tenedor alemán que abre una cuenta en España en una entidad adherida al DCV? El criterio de residencia del tenedor de los valores no se considera justificado.

El criterio debería ser el de que la entidad custodia (la que tiene la relación de custodia directa con el cliente) no sea participante del DCV español. Este tipo de entidades – ya sean nacionales o extranjeras- deberán poder abrir cuentas ómnibus o colectivas en una entidad que sí sea miembro del DCV español, como, por otro lado, ocurre en la actualidad.

En todo caso, es necesario dar adecuada seguridad jurídica a quienes sean titulares de valores españoles en entidades que no sean participantes en el DCV español.

**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?**

Sí, pero el coste de una iniciativa de este tipo debe ponderarse como un elemento esencial evitando incurrir en costes que no estén justificados por la finalidad razonable del sistema.

En este sentido, la necesidad de modificar los datos identificativos de todos los valores correspondientes a un ISIN cuando se cambie el número total de valores en circulación – cuando se modifique el Lote de control por ampliación o reducción de capital, por ejemplo- parece una medida que puede implicar innecesarias complejidades y costes.

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

Lo cierto es que si al DCV español se le otorgan importantes facultades de supervisión y control sobre las entidades participantes en él- como parece indicar la Propuesta- debería haber un correlativo régimen de responsabilidad por un inadecuado cumplimiento de estas funciones de control. Las facultades de control y supervisión deben tener como lógica correspondencia, un régimen de responsabilidad.

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

Se consideran, con carácter general, que pueden ser excesivos los controles y el régimen de remisión de información y cuadro. El Grupo está clarísimamente a favor de tener un sistema de custodia robusto y adecuadamente regulado y supervisado. Ello es esencial para ayudar a garantizar el derecho de propiedad de los clientes, inversores.

Pero debe tenerse en cuenta que las entidades custodias son entidades supervisadas, y con un grado de competencia y profesionalidad que a veces parece desconocerse cuando se establecen tan exhaustivos controles inmediatos sobre su actividad.

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

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

La gestión de las operaciones financieras de las entidades cotizadas es un negocio típicamente desarrollado por las entidades financieras. En modo alguno se puede compartir que se establezca por normativa una reserva de este tipo de actividad al DCV.

Por otro lado, y en lo que toca a las Juntas Generales, en la actualidad existen iniciativas que proponen un régimen de transparencia sobre la identidad de sus accionistas más amplio, para las sociedades cotizadas. Ello implicaría que la actual función del DCV respecto de este tipo de eventos societarios podría verse alterada de forma sustancial.

En atención a ambas consideraciones, el Grupo considera que no debe regularse esta materia y menos aun estableciendo una reserva a favor del DCV.

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

En general, no. El Grupo opina, como ha señalado más arriba, lo siguiente:

- El nuevo sistema de custodia no incorpora mayor responsabilidad de las entidades participantes.

- Las facultades de supervisión sobre las entidades y la capacidad de excluir a una entidad del sistema debería corresponder a la CNMV. En último término, se trata de la exclusión de una actividad empresarial, que no debería dejarse a otra entidad empresarial, sino que debería corresponder a la autoridad supervisora, con las garantías jurídicas adicionales que ello implica.

- El régimen de responsabilidad civil a que se refiere la Propuesta en el apartado 159 ya existe a día de hoy.

**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?**

Solo sobre una base de voluntariedad de cada entidad. Y en todo caso, ello debería impedir que se aplique cualquier tipo de penalización.

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

**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?**

En relación con el momento de firmeza, se considera adecuado el momento 2 (apartado 177).

Por otro lado, y en relación con el apartado 179, debería cuadrarse, como se ha señalado más arriba, la firmeza en la pata de valores con la firmeza en la pata de efectivo.

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

Los costes deberían ser más reducidos que los actuales. Este debe ser un elemento muy relevante en el diseño de detalle que finalmente se haga.

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

Un sistema de liquidación sin la fase de la justificación de operaciones y con liquidación por saldos, debería ser más barato que el actual. Una vez más, éste debe ser un elemento muy relevante en el diseño de detalle que finalmente se haga.

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

Es previsible que se produzca, al menos, una limitación de las entidades compensadoras. Los requisitos para ser entidad liquidadora deberán ajustarse de forma que se garantice – junto un grado razonable de seguridad- un acceso también razonable a la actividad.

Por otro lado, en lo que se refiere a las entidades que realicen custodia de valores- ya sea siendo miembros del DCV a tal efecto, o sin serlo- la reforma que se propone no debería tener efectos significativos sobre el número de entidades habilitadas, de acuerdo con lo que se ha señalado a lo largo del presente documento de comentarios.

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

Como se ha señalado en los comentarios generales al principio de este documento, es necesario descender, cuanto antes, a los datos concretos sobre recursos propios exigibles y costes de implantación de la Propuesta, de forma que se pueda hacer una evaluación más detallada de los verdaderos efectos de la misma.

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

Sí. La labor de intermediación en mercados tiene un valor añadido por sí misma y constituye un servicio específico que puede o no, combinarse con otros como la custodia, o la liquidación de operaciones. El Grupo considera que el sistema debe ser flexible, de forma que permita el encaje de los diferentes perfiles de negocio de las entidades, lo que servirá como un elemento positivo de competencia.

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

Claramente, como se ha señalado en diversos momentos a lo largo de este documento, la actividad de custodia es muy relevante en la relación con los clientes y no precisa incurrir en riesgos patrimoniales frente a terceras entidades como los que puede suponer la actividad de liquidación.

Consecuentemente, la naturaleza de los riesgos que se asumen por esta actividad no son los mismos ni tampoco debe serlo el nivel de recursos propios exigibles.

El reconocimiento de la actividad de custodia como algo separado de la liquidación de operaciones puede tomar dos vías:

- La primera es la de permitir a entidades que se conviertan en registradoras, y como tales miembros del DCV español, pero sin participar en los procesos de liquidación, que se podrían atender vía "entrega contra pago" a las correspondientes entidades liquidadoras.

- La segunda es la de permitir que las entidades autorizadas para prestar el servicio de custodia de valores, puedan abrir cuentas ómnibus o colectivas a favor de sus clientes en entidades nacionales para valores nacionales como lo hacen en la actualidad en entidades no residentes para valores registrados en DCV en el extranjero.

Cualquiera de estas opciones debe tener los mismos grados de seguridad jurídica para los inversores, propietarios últimos de las inversiones realizadas y, por tanto, de los valores.

**FEBRERO 2011**