



## RETOS DEL POST-TRADING EN UN ENTORNO DE TRANSFORMACIÓN

### VI JORNADA SECURITIES SERVICES

**ANA MARTÍNEZ-PINA, VICEPRESIDENTA DE LA CNMV**

14 de noviembre de 2019

Buenos días,

En primer lugar, quiero agradecer a José María Méndez (Director General de Cecabank) y Ana Isabel Pereda (directora de Expansión) su invitación a la apertura de esta Jornada sobre Securities Services.

Desde hace ya 6 años, estas jornadas reúnen a los profesionales de la industria y a los supervisores y reguladores, para reflexionar sobre los cambios operativos, normativos y de los mercados, que impactan en este negocio.

La CNMV ha participado tradicionalmente en casi todas las ediciones anteriores, con el ánimo de ser transparentes y compartir nuestras decisiones y nuestros criterios, para que los participantes en el mercado conozcan el marco en el que desarrollan su actividad.

Como todos los años representantes de nuestra industria (sociedades de valores, gestoras de IICs y de fondos de pensiones, sociedades de capital riesgo, bancos y supervisores) nos reunimos para discutir sobre los temas actuales que nos afectan.

En esta ocasión:

1. Se debatirá sobre la perspectiva global de la tecnología y regulación de Securities Services.

2. Además, se reflexionará sobre la situación de las pensiones, y

3. Se cerrará la jornada con una mesa centrada en los Criptoactivos.

Yo me voy a centrar en ese acto de apertura, en la visión de la CNMV sobre tres aspectos que se abordarán con más extensión a lo largo de la jornada:

- En primer lugar, voy a destacar **la importancia de la figura del depositario de valores y sus principales funciones**, es probablemente la parte menos visible de nuestro sector, pero no por ello de menor magnitud. La industria española de custodia alcanza ya 2,2 billones de euros, casi dos veces el Producto Interior Bruto (PIB) español, y los activos custodiados son titularidad de más de 10 millones de clientes. Sin duda es un eslabón fundamental de la cadena.
- En segundo lugar, me referiré brevemente a los **aspectos más destacados de la regulación nacional y europea que afectan a los Securities Services**.
- Por último, repasaré brevemente la **posición de la CNMV respecto a los criptoactivos** y las iniciativas que hemos impulsado al respecto.

Como comentaba, los depositarios de valores juegan un papel muy destacable, al encargarse de cuidar los bienes o títulos que tienen bajo custodia.

La ley de Instituciones de inversión colectiva **define** dicha figura como la entidad a la que se **encomienda la custodia de los activos** de las IIC y **la vigilancia de la gestión que llevan a cabo las sociedades gestoras**. Además la LIIC confiere a los depositarios, ciertas **obligaciones**, como la de satisfacer por cuenta de los fondos **los reembolsos** de las participaciones, cuyo neto adeudarán en la cuenta del fondo.

Por lo tanto, la figura del depositario, obligatoria en IIC y en determinados casos en las ECR/EICC (entidades de inversión colectiva cerrada), es muy relevante, porque lo que aporta es **seguridad al partícipe y control sobre la inversión**.

Resulta un elemento crucial para garantizar la protección de los inversores en una **doble vertiente**:

- Por un lado, la propia actividad de control exige un seguimiento de las inversiones que realizan las gestoras, de las suscripciones y reembolsos y del cumplimiento de todos los límites legales y propios de los fondos.

Así, el depositario:

1. Tienen que actuar de manera independiente y en interés de los inversores. De esta forma si detecta cualquier anomalía en la gestión de las instituciones cuyos activos tiene en custodia está obligado a comunicarlo a la CNMV, para que esta tome las medidas oportunas para garantizar la protección a los inversores.
  2. Además, los depositarios son responsables frente a los partícipes de los fondos de inversión o accionistas, de todos los perjuicios que les causen por el incumplimiento de sus propias obligaciones.
- Por otro lado, hay otra función derivada de las funciones de depositaría propiamente dicha (custodia de los activos que se anotan en cuentas, registro de los otros activos, control de la tesorería).

La función de los depositarios de las gestoras resulta muy trascendente en un momento como el actual, en el que el número y tipología de

gestoras está aumentando y los activos bajo gestión son cada vez más relevantes.

Voy a citar cuatro aspectos destacados del sector:

- **En primer lugar, el número de gestoras ha aumentado considerablemente en los últimos ejercicios.** A finales de 2018 había 119 sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva registradas en la CNMV, 10 más que al cierre de 2017, tras haberse producido 11 altas y 1 baja. Esta tendencia prolonga la expansión que comenzó en 2014 y que ha continuado este año con la inscripción de 4 nuevas gestoras.

Además, como consecuencia de MiFID II estamos observando que se están creando gestoras de tamaño mediano o pequeño, muy ligadas a la gestión de patrimonio o a una gestión independiente.

- **En segundo lugar, se sigue produciendo un crecimiento muy destacable en patrimonio y en número de partícipes.**

Con datos de septiembre, los fondos españoles han recuperado la barrera de los 270.000 millones de euros de patrimonio. En los nueve primeros meses de 2019, los fondos acumulan un crecimiento del 5%.

Además, el número de cuentas de partícipes en fondos de inversión nacionales se situó en más de 11,2 millones.

- **En tercer lugar, se está produciendo una concentración destacable en el sector, que hace necesaria que estas entidades cumplan escrupulosamente con su función.**

En 2007, había 76 entidades depositarias que prestaban este servicio, mientras que en 2019 solo hay 24 depositarios activos. Una concentración que también se observa en la evolución de la

cuota de negocio de las cinco primeras entidades, que ha pasado en este periodo (desde 2007) del 53 al 73%.

Las entidades depositarias recibieron unas comisiones de 637 millones de euros en 2018, de los que el 95% correspondieron a entidades de crédito, aunque el servicio también lo pueden prestar Empresas de Servicios de Inversión (ESI).

El volumen de actividad de los depositarios junto con este proceso de concentración, ponen de relieve la existencia de economías de escala y ahorros importantes en las inversiones tecnológicas que los depositarios necesitan para el desempeño de su actividad.

Hay que estar atentos a la evolución de este fenómeno, puesto que la figura de un depositario de calidad resulta esencial tanto para los inversores, al garantizar su seguridad jurídica, como para la gestora, al facilitar que ésta lleve a cabo su política de inversión de forma eficiente. Es, por tanto, vital que las gestoras dispongan de un depositario que cumpla sus funciones adecuadamente y que estas tengan un abanico de entidades entre las que poder elegir.

- **Por último,** estamos observando un **cambio de modelo y las gestoras están recurriendo a depositarios externos.**

En el año 2007, antes de la crisis, **el 85% de los depositarios nombrados por las gestoras pertenecían a mismo grupo.** Con datos de junio de 2019 este porcentaje de las gestoras que nombran a depositarios del grupo se ha reducido al 58%.

El uso de depositarios ajenos, puede suponer una mayor independencia y autonomía en el desempeño de las funciones del depositario, y permite la prestación de servicios de depositaría que pueden requerir una mayor especialización.

Pasaré ahora a referirme al **segundo de los aspectos** a los que hacía mención al inicio y es el relativo a las **novedades regulatorias**.

Me referiré a dos asuntos: **La revisión de la Directiva de Gestión de fondos alternativos de 2011**, más conocida como AIFMD y la obligación establecida por el **Real Decreto de Empresas de Servicios de Inversión** sobre traspaso en bloque de activos.

En cuanto a la Directiva, la Comisión Europea encargó un informe a KPMG de cara a valorar cómo se ha venido aplicando y cuales han sido sus efectos. KPMG publicó su informe en 2018 del que destacaría los siguientes aspectos:

- En lo que respecta a los depositarios en este tipo de fondos, la **valoración es en general positiva**, pero el informe destaca que algunas de las normas se han interpretado de manera diferente en las distintas jurisdicciones (por ejemplo, las obligaciones de realizar *look through* o el control del efectivo de la gestora).
- Además, menciona que las normas recogidas en la directiva son muy genéricas y no se adecúan a la diversidad de tipos de activos existentes o geografías.
- También, hace mención a que sería beneficioso para los países pequeños la existencia del pasaporte del depositario y al uso de las cuentas ómnibus por los subcustodios, esta última cuestión ya aclarada por la CE en 2018.
- Finalmente, menciona que la aplicación de normas más estrictas a los fondos alternativos podría tener el efecto de que los inversores decidieran invertir en terceros países dirigiendo la inversión profesional fuera de la UE.

En cualquier caso, se deberá esperar a las propuestas que la Comisión Europea realice sobre la revisión de la Directiva sobre fondos alternativos, en base a este informe. En la CNMV seguiremos de cerca esta posible revisión.

Por último, me referiré a la **obligación incluida en el Real Decreto de Empresas de Servicios de Inversión** que se modificó en el año 2018 y que también aplica a los depositarios de IIC, en la medida en que llevan a cabo la actividad de custodia. Los cambios introducidos tienen como objetivo evitar el bloqueo de los activos custodiados, en los casos en que la entidad que presta el servicio de custodia se encuentra en dificultades financieras.

A tal efecto se prevé que las entidades presten el servicio de custodia, lleguen a acuerdos para realizar un traspaso en bloque de los activos custodiados cuando se encuentren ante dichas dificultades financieras.

De hecho la CNMV ha empezado a comprobar la existencia de estos acuerdos, a través de la revisión que llevan a cabo los auditores y que queda reflejada en la emisión del Informe de protección de activos de clientes.

Y antes de finalizar, me gustaría dedicar unos minutos a explicar la **posición de la CNMV respecto a los criptoactivos**.

Como saben, en los últimos años han cobrado notoriedad este tipo de activos que surgen por la aparición de una nueva tecnología conocida por su acrónimo en inglés como DLT.

Con la aparición de esta tecnología surgieron las criptomonedas, la primera de las cuales y más conocida es el bitcoin.

Adicionalmente, este fenómeno tuvo pronto una nueva manifestación en forma de Ofertas Iniciales de Monedas (más conocidas por su acrónimo en inglés ICOs). Las ICOs suponen la captación de fondos de

inversores, a cambio de la emisión de los denominados “tokens”. En particular los tokens que reciben los inversores, suelen ser de dos clases: las “security tokens”, que dan derecho a participar en los ingresos futuros o en aumento de valor de la entidad que los emite o de un negocio, y los “utility tokens” que dan derecho a acceder a un servicio o a recibir un producto.

Se trata de un fenómeno completamente novedoso que ha suscitado muchas dudas, en particular sobre si las ICOs deberían ser tratadas como emisiones u ofertas públicas de valores negociables, es decir si los tokens que se emiten, entran dentro del concepto de valor negociable sujeto a todo lo previsto en la Ley del Mercado de valores (regulación y supervisión).

La complejidad a la hora de determinar la naturaleza de los criptoactivos emitidos en las ICO, ha llevado a los países a adoptar diferentes posturas para afrontar el fenómeno, entre ellas: o bien prohibir estas emisiones, o bien advertir de su falta de regulación y de sus riesgos, o o bien incluir ciertas modificaciones en la normativa local o aplicar la normativa vigente.

La CNMV ha sido muy activa al respecto: En 2018 publicamos que nuestra estrategia iba a ser la de seguir las recomendaciones de la Comisión Europea y, por tanto fomentar la aplicación de las nuevas tecnologías a la provisión de servicios financieros, **pero también vigilar los riesgos asociados a las mismas.**

Entre los objetivos específicos que se derivan de esta estrategia se encuentra el de proporcionar criterios para determinar en qué casos un criptoactivo (un token) se debe considerar un valor negociable y, por tanto, aplicarle las normas correspondientes.

El 8 de febrero de 2018 publicamos dos comunicados<sup>1</sup>, uno conjunto con el Banco de España y otro con consideraciones específicas de la CNMV dirigidas a los profesionales del sector financiero.

El segundo comunicado contenía una lista no cerrada de diversas modalidades de comercialización o adquisición de criptomonedas y quizá lo más relevante fue, que incluimos unas orientaciones iniciales sobre las implicaciones de las ICOs. Consideramos que buena parte de las operaciones articuladas como ICO deberían ser tratadas como emisiones u ofertas públicas de valores negociables, por lo que les serían aplicables las normas nacionales o europeas correspondientes, tales como las derivadas de MiFID II, la Directiva de folletos y la Directiva sobre gestores de fondos de inversión alternativos.

Posteriormente, en septiembre de 2018, actualizamos los criterios para determinar si una ICO constituía realmente una oferta pública de valores negociables.

Con carácter general, la asumimos que una mayoría de las posibles ICO no requerirían de la aprobación de un folleto informativo por parte de la CNMV y en aquellos casos en que resultase necesario la Comisión haría un esfuerzo de adaptación y tendría en cuenta el principio de proporcionalidad para procurar reducir en lo posible la complejidad y extensión del documento.

La realidad ha sido que hasta el momento nos han consultado dos ICOs, y dado su objeto, llegamos a la conclusión de que no estaban obligadas a que presentar folleto de emisión sujeto a nuestra aprobación.

Antes de terminar me gustaría referirme específicamente a las stable coins; el caso de la criptomoneda “Libra” que proyecta emitir Facebook es un ejemplo.

---

<sup>1</sup> <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t=%7bf3ab3acc-c4fc-4b99-b61f-b9ef8dab7a98%7d>  
<http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t=%7b9c76eef8-839a-4c19-937f-cfde6443e4bc%7d>

En nuestra opinión, no parece que esta nueva criptomoneda vaya a tener implicaciones directas desde el punto de vista de la normativa de valores, al menos con la información disponible hasta el momento.

Sin embargo, resulta obvio que sí se dan estas implicaciones respecto de la normativa de servicios de pago, de blanqueo de capitales o de privacidad de datos personales. También que le son aplicables todas o muchas de las prevenciones que, por ejemplo, la CNMV enumeraba en sus comunicados de febrero de 2018 (que existe un riesgo de custodia, que debe haber transparencia en las tarifas aplicables o que es necesaria una adecuada gestión de los conflictos de interés entre clientes).

Pero sobre todo existe preocupación desde el punto de vista de las implicaciones para el sistema monetario. Dado el volumen de usuarios de Facebook, una elevada aceptación de esta nueva criptomoneda podría convertirla en sistémica en poco tiempo y reducir la eficacia de la política monetaria.

Ya finalizo.

## **DESPEDIDA**

Me gustaría hacerlo agradeciendo nuevamente su invitación y animándoles a que continúen con este esfuerzo por congregar a la industria y a los supervisores y reguladores, para reflexionar sobre los cambios operativos, normativos y de los mercados que impactan en este negocio.

Muchas gracias