



Informe Anual 2006
Sobre los mercados
de valores y su actuación



**Informe anual de la CNMV sobre
los mercados de valores y su actuación.
2006**

Comisión Nacional del Mercado de Valores
Serrano, 47
28001 Madrid.

Passeig de Gràcia, 19
08007 Barcelona.

© Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se cite su procedencia.
La CNMV difunde sus informes y publicaciones a través de la red Internet en la dirección www.cnmv.es

Maquetación: ARTEGRAF, S.A.

ISBN:

Depósito Legal:

Siglas

AAPP	Administraciones Públicas
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
ANCV	Agencia nacional de codificación de valores
ASCRI	Asociación española de entidades de capital-riesgo
AV	Agencia de valores
AVB	Agencia de valores y bolsa
BCE	Banco central europeo
BME	Bolsas y Mercados Españoles
BTA	Bonos de titulización de activos
BTH	Bonos de titulización hipotecaria
CADE	Central de Anotaciones de Deuda del Estado
CCAA	Comunidades autónomas
CE	Comisión Europea
CESFI	Comité de Estabilidad Financiera
CESR	Comité Europeo de Reguladores de Valores / Committee of European Securities Regulators
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CSD	Depositario central de valores
EC	Entidades de crédito
ECR	Entidades de capital-riesgo
ETF	Fondos de inversión cotizados / Exchange traded funds
ESI	Empresa de servicios de inversión
FIAMM	Fondos de inversión en activos del mercado monetario
FI	Fondos de inversión de carácter financiero
FII	Fondos de inversión inmobiliaria
FIM	Fondos de inversión mobiliaria
FTH	Fondo de titulización hipotecaria
IAASB	International auditing and assurance standards board
IASB	International accounting standards board
IIC	Instituciones de inversión colectiva
IIMV	Instituto iberoamericano del mercado de valores
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores / International Organization of Securities Commissions
ISIN	Código internacional de valores / International Securities Identification Number
LATIBEX	Mercado de valores latinoamericanos
LMV	Ley del mercado de valores
MAB	Mercado Alternativo Bursátil
MEFF	Mercado español de futuros y opciones financieros
MiFID	Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros / Markets in Financial Instruments Directive
MFAO	Mercado de Futuros del Aceite de Oliva
MTS	Market for treasury securities

MOU	Memorándum de entendimiento / Memorandum of Understanding
NIC	Normas internacionales de contabilidad
NIIF	Normas internacionales de información financiera
OCDE	Organización para la cooperación y el desarrollo económico
OICVM/UCITS	Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios / Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities
Opa	Oferta pública de adquisición de valores
OPS	Oferta pública de suscripción de valores
OPV	Oferta pública de venta de valores
PER	Price earnings ratio
PYME	Pequeña y mediana empresa
RENADE	Registro Nacional de los Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero
ROE	Rentabilidad sobre fondos propios
SCLV	Servicio de Compensación y Liquidación de Valores
SCR	Sociedades de capital-riesgo
SENAF	Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros
SEPBLAC	Servicio ejecutivo de la comisión de prevención del blanqueo de capitales e infracciones monetarias
SGC	Sociedades gestoras de carteras
SGIIC	Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva
SIBE	Sistema de Interconexión Bursátil Español
SICAV	Sociedades de inversión de carácter financiero
SII	Sociedades de inversión inmobiliaria
SIM	Sociedad de inversión mobiliaria
SON	Sistema organizado de negociación
SV	Sociedad de valores
SVB	Sociedad de valores y bolsa
TER	Gastos operativos de un fondo / Total expense <i>ratio</i>
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria (zona euro)
UVM	Unidad de Vigilancia de Mercados de la CNMV

Índice general

Siglas	5
Índice de recuadros	11
Índice de cuadros	13
Índice de gráficos	15
Índice de anexos	17
I Marco económico y financiero	19
1. Marco económico y financiero	21
1.1 Marco económico y financiero internacional	22
1.1.1 Evolución de la economía internacional	22
1.1.2 Riesgos del escenario macroeconómico internacional	24
1.1.3 Evolución de los mercados financieros internacionales	26
1.1.4 Tendencias y movimientos estratégicos en el ámbito de las infraestructuras de mercado	32
1.1.5 Otros aspectos destacados en la evolución del sistema financiero	34
1.2 Marco económico y financiero español	36
1.2.1 Evolución de la economía española	36
1.2.2 Riesgos del escenario económico nacional	37
1.2.3 Decisiones financieras de los agentes económicos	39
1.2.4 Evolución de los mercados españoles	44
II Mercados y emisores	47
2. Mercados de renta variable	49
2.1 Tamaño del mercado	49
2.1.1 Capitalización bursátil	49
2.1.2 Sociedades cotizadas	52
2.1.3 Exclusiones de negociación	52
2.2 Admisiones, emisiones y ofertas públicas de venta	53
2.3 Negociación	56
2.3.1 Negociación al contado	56
2.3.2 Crédito para operaciones bursátiles y préstamo de valores	59
2.4 Ofertas públicas de adquisición de valores	60
2.5 Sistemas organizados de negociación	62
2.5.1 Latibex	62
2.5.2 Mercado Alternativo Bursátil	64
2.6 Fondos de inversión cotizados	65
3. Mercados de renta fija	67
3.1 Deuda pública	69
3.1.1 Emisiones	69
3.1.2 Negociación	70
3.2 Renta fija privada	72
3.2.1 Instrumentos	72

3.2.2	Emisores, emisiones y saldos vivos admitidos en el mercado	72
3.2.3	Mercado primario de renta fija privada	74
3.2.4	Mercados secundarios de renta fija: AIAF y bolsas	77
4.	Registro, contrapartida, compensación y liquidación	81
4.1	Iberclear	81
4.1.1	Iberclear CADE	81
4.1.2	Iberclear SCLV	82
4.1.3	Innovaciones y mejoras	85
4.2	Meffclear	87
5.	Mercados de productos derivados	91
5.1	Mercado MEFF	91
5.1.1	Novedades del Mercado MEFF	95
5.2	<i>Warrants</i>	95
5.2.1	Emisiones	95
5.2.2	Negociación	96
5.3	Otros contratos financieros	97
5.4	Mercados de derivados sobre mercaderías	97
III	Entidades financieras y servicios de inversión	99
6.	Inversión colectiva	101
6.1	Fondos de inversión	102
6.1.1.	Patrimonio y rentabilidad	103
6.1.2.	Partícipes e instituciones	105
6.1.3.	Política inversora y participaciones significativas de los fondos de inversión en empresas cotizadas	108
6.1.4.	Comisiones	109
6.2	Sociedades de inversión	111
6.3	IIC extranjeras comercializadas en España	113
6.4	Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC)	114
6.4.1	Patrimonio y resultados	115
6.4.2	Rentabilidad sobre fondos propios	117
6.5	Depositarios de IIC	117
7.	Prestación de servicios de inversión	119
7.1	Entidades de crédito	119
7.1.1	Autorización y registro	119
7.1.2	Actividad en valores de las entidades de crédito	120
7.2	Sociedades y agencias de valores	122
7.2.1	Rentabilidad y solvencia del sector	123
7.2.2	Sociedades de valores	126
7.2.3	Agencias de valores	129
7.3	Sociedades gestoras de cartera	131
8.	Entidades de capital riesgo	135
8.1	La Ley 25/2005 sobre entidades de capital riesgo	135
8.2	Entidades de capital riesgo registradas en la CNMV	135
IV	La regulación y supervisión de los mercados de valores	137
9.	Información sobre los emisores y gobierno corporativo	139
9.1	Información de los emisores	139
9.1.1	Información anual, auditorías e información pública periódica	139
9.1.2	Hechos relevantes y otras comunicaciones recibidas en la CNMV	142
9.1.3	Participaciones significativas	143
9.1.4	Opciones y otros derechos asociados a los sistemas retributivos	144
9.1.5	Autocartera	145

9.2	Gobierno corporativo	146
9.2.1	Restricciones estatutarias	146
9.2.2	Pactos parasociales	146
9.2.3	Operaciones con partes vinculadas de empresas cotizadas	147
9.2.4	Voto a distancia en las juntas generales	148
9.2.5	Páginas <i>web</i> de las sociedades cotizadas	149
9.2.6	Los informes de gobierno corporativo de los emisores de valores	149
9.2.7	Código Unificado de Buen Gobierno Corporativo	151
10.	Supervisión de los mercados	155
10.1	Actuaciones destacadas de la CNMV en los distintos mercados	155
10.1.1	Renta variable	155
10.1.2	Renta fija	161
10.1.3	Productos derivados	161
10.1.4	Registro, contrapartida, compensación y liquidación	162
10.2	Unidad de Vigilancia de Mercados	163
10.3	Supervisión de las ofertas públicas de adquisición	165
11.	Supervisión de entidades	169
11.1	Supervisión de las empresas de servicios de inversión	172
11.1.1	Proceso de adaptación a la MiFID	172
11.1.2	Proceso de adaptación a la nueva Directiva de Adecuación de Capital	172
11.1.3	Supervisión prudencial	173
11.1.4	Estructuras societarias y la prestación transfronteriza de servicios de inversión	176
11.1.5	Normas de conducta y conflictos de interés	177
11.1.6	Control interno: riesgo operativo, planes de contingencia y continuidad en la prestación de los servicios	180
11.2	Supervisión de las normas de conducta en la prestación de servicios de inversión por parte de las entidades de crédito	181
11.2.1	Comercialización de productos financieros por entidades de crédito	181
11.2.2	Conflictos de interés en la comercialización de valores emitidos por la propia entidad	182
11.3	Supervisión de las instituciones de inversión colectiva	183
11.3.1	Supervisión de requisitos prudenciales de las IIC y sus gestoras	186
11.3.2	Conflictos de interés	187
11.3.3	Gobierno corporativo, medios, procedimiento y control interno	189
11.3.4	Información a inversores	193
11.3.5	Supervisión de los depositarios de IIC	193
11.3.6	Supervisión de las IIC inmobiliarias	193
11.4	Supervisión de las entidades de capital riesgo	194
11.5	Supervisión de las sociedades gestoras de fondos de titulización	194
11.6	Colaboración en la prevención del blanqueo de capitales	195
12.	Atención al inversor	197
12.1	Potenciación del área de inversores: un nuevo enfoque de la protección al inversor	197
12.2	Oficina de Atención al Inversor	199
12.2.1	Reclamaciones de los inversores ante la CNMV	200
12.2.2	Denuncias	206
12.2.3	Resolución de consultas planteadas por los inversores	207
12.3	Formación e información al inversor	208
12.3.1	Actividades divulgativas y de formación	209
12.3.2	El "Rincón del Inversor" en la <i>web</i> de la CNMV	211
12.3.3	Foro de Diálogo sobre Protección del Inversor	212
12.3.4	Cooperación internacional	212
12.4	Publicidad de productos y servicios de inversión	213
12.5	Fondo de Garantía de Inversiones	213
13.	Actuaciones disciplinarias	215
13.1	Expedientes sancionadores	215
13.1.1	Estadísticas	215
13.1.2	Registro público de sanciones por infracciones graves o muy graves	217
13.1.3	Criterios de interés	219

13.2	Servicio contencioso: revisión judicial de resoluciones sancionadoras y otras actuaciones ante los órganos jurisdiccionales	222
13.3	Advertencias sobre entidades no autorizadas	222
14.	Coordinación y cooperación en regulación y supervisión	225
14.1	Relaciones de la CNMV con otros supervisores	225
14.1.1	Coordinación con supervisores nacionales	225
14.1.2	Cooperación con supervisores internacionales	228
14.2	Grupos de trabajo internacionales sobre regulación y supervisión de los mercados de valores	228
14.2.1	Comité Europeo de Reguladores de Valores	229
14.2.2	Grupos permanentes de trabajo de CESR	229
14.2.3	Actuaciones de CESR en medidas del nivel 3 y asesoramiento a la Comisión Europea	231
14.2.4	Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO)	233
14.2.5	Otros foros internacionales	238
14.3	Cooperación con Iberoamérica	239
V	CNMV: aspectos organizativos, económicos e institucionales	241
15.	Organización	243
15.1	Recursos humanos	243
15.2	Sistemas de información	244
15.3	Reubicación de las unidades y servicios de la CNMV	245
15.4	Nueva imagen corporativa	246
16.	Gestión económica	247
16.1	Ingresos y gastos	247
16.2	Estructura de tasas	247
17.	Agencia Nacional de Codificación de Valores	249
18.	Comité Consultivo de la CNMV	251
18.1	Introducción	251
18.2	Actuaciones del Comité durante 2006	253
18.3	Informes emitidos por el Comité Consultivo	256
VI	Informe del Órgano de Control Interno	263
VII	Cuentas de la CNMV	269
Anexos		279
Anexos estadísticos		281
	Anexos estadísticos I	281
	Anexos estadísticos II	287
	Anexos estadísticos III	309
	Anexos estadísticos IV	319
Anexos legislativos		341
Anexos organización CNMV		351

Índice de recuadros

La reducción en la volatilidad de los mercados financieros	27
Actividades de post contratación: tendencias en la UE	33
La simplificación en la información para la emisión y la venta de acciones	53
Cambio de tendencia en los mercados primarios de valores de renta fija	77
Adhesión de BME al Código de Conducta para la compensación y la liquidación	88
Proyecto TARGET 2 Securities	89
Riesgos de la actividad de los <i>hedge funds</i> sobre la estabilidad financiera y el funcionamiento de los mercados	107
El Total Expense Ratio en la normativa española	110
Principios básicos que inspiran el Código Unificado de Buen Gobierno	151
Las IIC de inversión libre	185
Inversión de las IIC en otras IIC: retrocesiones de comisiones	188
Refuerzo de la protección del inversor en la MiFID	198
El Comité de Estabilidad Financiera (CESFI)	226
Comités (u órganos) consultivos (o asesores) fuera de España	251

Índice de cuadros

1.1	Los mercados de renta variable: índices y rentabilidad	31
1.2	Indicadores de la economía española	37
1.3	Adquisición neta de pasivos financieros de las empresas no financieras	40
1.4	Adquisición neta de activos financieros del sector no residente	41
1.5	Adquisición neta de activos financieros de los hogares	43
1.6	Remuneración a los accionistas	46
2.1	Capitalización de la renta variable en las bolsas españolas	50
2.2	Sociedades cotizadas por sectores a 31/12	50
2.3	Concentración de la capitalización de la renta variable	51
2.4	Capitalización y contratación bursátil en relación al PIB nominal	51
2.5	Sociedades cotizadas en las bolsas españolas	52
2.6	Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta	55
2.7	Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta: importe efectivo	55
2.8	Contratación de la renta variable	56
2.9	Contratación según modalidades en el mercado continuo	57
2.10	Distribución sectorial de la contratación bursátil	58
2.11	Concentración de la contratación de la renta variable en las bolsas españolas	58
2.12	Miembros de las bolsas de valores	59
2.13	Crédito para venta de valores y préstamo de valores	59
2.14	Crédito para compra de valores	60
2.15	Ofertas públicas de adquisición de valores	60
2.16	Sociedades cotizadas en Latibex por países	63
3.1	Emisiones brutas y saldos vivos: distribución por emisores	68
3.2	Contratación de deuda del Estado. Conjunto del mercado	70
3.3	Emisores, emisiones y saldo vivo de renta fija en AIAF	73
3.4	Emisores, emisiones y saldo vivo de renta fija en bolsa	73
3.5	Emisiones brutas registradas en la CNMV: detalle por instrumentos	74
3.6	Emisiones brutas registradas de renta fija privada de emisores españoles en el exterior	75
3.7	Contratación total en AIAF	78
3.8	Contratación de renta fija en las bolsas	79
4.1	Entidades participantes en Iberclear	82
4.2	Iberclear CADE. Actividades de registro	82
4.3	Iberclear CADE. Número de operaciones liquidadas	83
4.4	Iberclear CADE. Importe de las operaciones liquidadas	83
4.5	Iberclear SCLV. Actividad de registro	84
4.6	Iberclear SCLV. Operaciones liquidadas	84
4.7	Evolución de la actividad en Meffclear	88
5.1	Negociación en los mercados de derivados financieros en España	92
5.2	Negociación en los mercados de derivados financieros europeos	93
5.3	Negociación de futuros y opciones sobre acciones individuales de MEFF RV	94
5.4	Número de miembros en MEFF	94
5.5	Emisiones de warrants registradas en la CNMV	95
5.6	Contratación de warrants en el mercado continuo	96
5.7	Emisiones de contratos de compra/venta de opciones registrados en la CNMV	97
5.8	Número de miembros en MFAO	98
6.1	Altas y bajas en el registro de entidades en 2006	105
6.2	Participaciones significativas de las gestoras de IIC	108
6.3	Distribución del patrimonio de las sociedades de inversión	112
6.4	Las 10 principales comercializadoras de IIC extranjeras en España	113

6.5	SGIIC. Número de sociedades y patrimonio gestionado o asesorado	115
6.6	Sociedades gestoras de IIC: cuenta de pérdidas y ganancias	116
6.7	Resultados antes de impuestos, ROE y número de entidades en pérdidas	117
7.1	Ingresos por comisiones percibidas por las EC en la prestación de servicios de valores y en la comercialización de productos financieros no bancarios	121
7.2	Comisiones percibidas por servicios de inversión. 2006	121
7.3	Valores depositados en las entidades de crédito a 31/12	122
7.4	Altas y bajas en el registro de entidades	122
7.5	Entidades en pérdidas: número e importe	125
7.6	Cuenta de pérdidas y ganancias de las sociedades de valores	127
7.7	Cuenta de pérdidas y ganancias de las agencias de valores	130
7.8	Patrimonio gestionado por las SGC	131
7.9	Cuenta de pérdidas y ganancias de las SGC	132
8.1	Altas y bajas en el registro de ECR en 2006	136
9.1	Resumen de las auditorías de entidades emisoras recibidas en la CNMV	142
9.2	Hechos relevantes y otras comunicaciones recibidas en la CNMV	143
9.3	Derechos de opción vigentes a 31/12/2006	145
9.4	Pactos parasociales comunicados en el ejercicio 2006	147
9.5	Operaciones con partes vinculadas de las sociedades cotizadas	148
10.1	Resumen de la actividad supervisora de mercados. 2006	155
10.2	Suspensiones temporales de cotización en bolsa	157
10.3	Actuaciones de la Unidad de Vigilancia de Mercados	164
11.1	Síntesis de incidencias detectadas	170
11.2	Supervisión de ESI: requerimientos remitidos por la CNMV en 2006	174
11.3	Margen de cobertura de los recursos propios de las ESI sobre el coeficiente de solvencia	175
11.4	Supervisión de las IIC: requerimientos emitidos por la CNMV en 2006	184
12.1	Número de reclamaciones presentadas y tramitadas durante 2006	200
12.2	Distribución comparada de las reclamaciones según el tipo de resolución	201
12.3	Tipo de entidades contra las que dirigen las reclamaciones y tipo de resolución	201
12.4	Distribución por materia de las reclamaciones resueltas en la CNMV	202
12.5	Distribución de las consultas tramitadas según el canal de recepción	207
12.6	Fichas y Guías del Inversor: número de acuerdos de difusión y ejemplares distribuidos	210
12.7	Actuaciones de la CNMV en materia de publicidad	213
13.1	Expedientes abiertos y concluidos en 2006	216
13.2	Infracciones contempladas en los expedientes sancionadores	216
13.3	Sanciones impuestas	217
13.4	Número de infracciones de cada tipo en los expedientes sancionadores	217
13.5	Comparecencia de la CNMV ante los órganos jurisdiccionales en 2006	222
14.1	Asistencia a reuniones internacionales y asistencias técnicas	229
15.1	Plantilla de la CNMV. Composición por categorías profesionales	243
15.2	Distribución del personal entre las direcciones de la CNMV	244
16.1	Ingresos por tasas en la CNMV	248
17.1	Número de valores y otros instrumentos financieros codificados	249
17.2	Consultas atendidas directamente por la ANCV	250

Índice de gráficos

1.1	Tasas de crecimiento anual del PIB	22
1.2	Precio de las materias primas	23
1.3	Tipos de intervención de los bancos centrales	23
1.4	Tipo de cambio del euro frente al dólar americano y al yen japonés	24
1.5	Mercado de la vivienda en Estados Unidos	25
1.6	Endeudamiento de los hogares de la zona euro	26
1.7	Volatilidad en los mercados financieros	26
1.8	Tipos de interés de la deuda a largo plazo	28
1.9	Curva temporal de tipos de interés. Deuda alemana	29
1.10	Prima de riesgo de crédito de la deuda privada (BBB AAA)	29
1.11	Saldo vivo notional de los <i>credit default swaps</i>	30
1.12	Evolución de los principales índices bursátiles internacionales	30
1.13	Actividad de las entidades de <i>private equity</i> en Europa	35
1.14	Mercado español de la vivienda. Producción y precios	38
1.15	Endeudamiento y carga financiera de los hogares	38
1.16	Capacidad / necesidad de financiación de la economía española en porcentaje sobre el PIB	41
1.17	Activos financieros españoles del sector no residente	42
1.18	Activos financieros españoles de los hogares	43
1.19	Rentabilidad de la deuda a largo plazo	44
1.20	Índice de aversión al riesgo	45
1.21	Evolución del Ibex 35 y de su volatilidad implícita	45
1.22	Evolución de los dividendos de las empresas pertenecientes al Ibex 35	46
2.1	Liquidez en el mercado continuo	57
2.2	Evolución del FTSE Latibex All Share	63
3.1	Evolución de la emisión de valores de renta fija en España	68
3.2	Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo	71
3.3	Evolución de las emisiones de titulización registradas en la CNMV	76
3.4	Tipos de interés de pagarés, depósitos interbancarios y repos a tres meses	80
3.5	Rentabilidad de la renta fija a largo plazo: deuda privada y pública	80
6.1	Evolución del patrimonio de los fondos de inversión en España y en Europa	102
6.2	Suscripciones netas y rentabilidad de los fondos de inversión mobiliarios	103
6.3	Distribución y rentabilidades de los fondos de inversión mobiliarios	104
6.4	Comisiones de comercialización de fondos de las SGIIC	110
6.5	Patrimonio y peso de las IIC extranjeras comercializadas en España	114
6.6	Sociedades Gestoras de IIC: patrimonio gestionado y resultados	116
7.1	ROE antes de impuestos de las sociedades y agencias de valores	124
7.2	Frecuencia de los resultados antes de impuestos de las sociedades y agencias de valores	124
7.3	Resultados y recursos propios de las sociedades y agencias de valores	125
7.4	Margen de cobertura sobre los recursos propios exigibles	126
7.5	Sociedades de valores miembros de bolsa: volumen mediado y comisión efectiva media en renta variable nacional	128
7.6	Sociedades de valores miembros de bolsa: ingresos y volúmenes de colocación y aseguramiento de emisiones	128
7.7	Patrimonio gestionado, comisiones percibidas y resultados antes de impuestos de las SGC	132

Índice de anexos

Anexos estadísticos 279

Anexos estadísticos I 281

I.1	Indicadores de la economía internacional	281
I.2	Composición del activo financiero de los hogares	282
I.3	Composición del activo financiero de los no residentes	282
I.4	Saldo de la deuda pública por tenedores	283
I.5	Transacciones bursátiles por tipo de agente	283
I.6	Pasivos netos contraídos por las instituciones financieras	284
I.7	Transacciones bursátiles por tipo de agente	284
I.8	Resultados antes de impuestos de las sociedades admitidas en el mercado continuo	285
I.9	Rendimientos sobre activos y sobre patrimonio de las sociedades admitidas en el mercado continuo	286

Anexos estadísticos II 287

II.1	Emisiones de renta variable y OPV de empresas admitidas a cotización en mercados oficiales	287
II.2	Sociedades excluidas de cotización bursátil en 2006	290
II.3	Evolución de los índices sectoriales de la Bolsa de Madrid y la Bolsa de Barcelona	292
II.4	Concentración sectorial de la capitalización	293
II.5	Porcentaje de la capitalización por sectores y mayores empresas respecto al conjunto del mercado	294
II.6	Capitalización y contratación de las sociedades pertenecientes al Ibex 35	296
II.7	Datos de mercado de las empresas pertenecientes al Ibex 35	297
II.8	Ofertas públicas de adquisición de valores autorizadas en 2006	298
II.9	Sociedades cotizadas en Latibex por sectores	299
II.10	Emisiones brutas de las Administraciones Públicas	299
II.11	Emisiones netas de las Administraciones Públicas	300
II.12	Contratación de deuda del Estado entre titulares de cuenta. Operaciones a vencimiento, con pacto de recompra y simultáneas	300
II.13	Contratación de Letras del Tesoro entre titulares de cuenta. Distribución por tipo de contratación	301
II.14	Contratación de obligaciones y bonos del Estado entre titulares de cuenta. Distribución por tipo de contratación	301
II.15	Contratación de deuda del Estado entre titulares y terceros. Operaciones a vencimiento,	302
II.16	Número de emisores y emisiones registradas en la CNMV: detalle por instrumentos	302
II.17	Principales emisores de renta fija en 2006	303
II.18	Principales emisores de renta fija en 2006. Detalle por instrumentos	304
II.19	Emisores de pagarés: mayores saldos vivos a 31 de diciembre de 2006	305
II.20	Principales emisores de bonos de titulización en 2006	306
II.21	Emisiones de titulización emitidas, por naturaleza del activo titulado	307
II.22	Contratación en AIAF por cuenta propia	307

Anexos estadísticos III 309

III.1	Número, partícipes, patrimonio y descomposición de la variación patrimonial de los fondos de inversión mobiliarios e inmobiliarios	309
III.2	Cartera de los fondos: peso en el saldo vivo de valores españoles	310
III.3	Gastos repercutidos a los fondos de inversión de carácter financiero	310
III.4	Distribución del patrimonio de los fondos de inversión de carácter financiero	311
III.5	Evolución de las rentabilidades y las suscripciones netas de los fondos de inversión	312

III.6	Sociedades gestoras de IIC (SGIIC): altas y bajas en 2006	313
III.7	Cambios de control en SGIIC. 2006	313
III.8	ESI extranjeras con pasaporte comunitario: Estado miembro de origen	314
III.9	Sociedades y agencias de valores y sociedades gestoras de cartera. Altas y bajas	315
III.10	Cambios de control en sociedades y agencias de valores y sociedades gestoras de cartera. 2006	316
III.11	ESI españolas con pasaporte comunitario. Estado miembro de acogida	316
III.12	Entidades de crédito extranjeras con pasaporte comunitario para prestar servicios de inversión a 31 de diciembre de 2006. Estado miembro de origen	317

Anexos estadísticos IV **319**

IV.1	Número de accionistas de las sociedades del Ibex 35 con participación significativa	319
IV.2	Entidades de crédito con cinco o más reclamaciones y tipo de resolución	320
IV.3	Resolución de expedientes sancionadores en 2006	321
IV.4	Relación de sentencias recaídas en recursos contencioso administrativo (R.C.A.) durante 2006 contra resoluciones en materia de sanciones	323
IV.5	Advertencias al público sobre entidades no registradas	326

Anexos legislativos **341**

A.	Legislación española	341
A.1	Normas sobre los mercados de valores	341
A.2	Otras normas españolas con incidencia en los mercados de valores	345
B.	Legislación europea	345
B.1	Legislación aprobada por el Parlamento y el Consejo Europeos	345
B.2	Legislación aprobada por la Comisión Europea	347

Anexos sobre la organización de la CNMV **351**

	Composición del Consejo de la CNMV	351
	Composición del Comité Ejecutivo de la CNMV	351
	Composición del Comité Consultivo de la CNMV	352
	Direcciones de la CNMV	354

I Marco económico y financiero

En este capítulo se analizan las principales características del contexto económico y financiero en el que se desarrollaron las actividades de los mercados de valores en 2006. Su objeto no es tanto proporcionar una descripción detallada de la economía mundial, europea o española, como recordar aquellos aspectos necesarios para que el lector analice con cierta perspectiva los siguientes capítulos.

En 2006 se produjo un crecimiento generalizado, tanto en Estados Unidos, que ya se sitúa en la parte madura del ciclo económico, como en la zona euro y Japón, que parecen estar iniciando una fase expansiva. Por su parte, la economía española siguió mostrando su vigor, con un crecimiento superior al del año anterior y al promedio de la zona euro.

La estabilización en el coste de la energía facilitó el descenso de la inflación respecto al año anterior, lo que redujo las expectativas de nuevos endurecimientos de la política monetaria para 2007, tras las subidas en los tipos oficiales durante el año. España cerró el ejercicio con una inflación inferior a la del año anterior.

La favorable evolución de la economía se reflejó en los indicadores de riesgo y rentabilidad de los mercados financieros. Tanto las primas por riesgo de crédito como la volatilidad de los precios de los distintos activos financieros se mantuvieron en niveles reducidos, señalizando la vigencia de un contexto financiero esencialmente estable.

El aumento de los tipos de interés oficiales propició un incremento de las rentabilidades en los mercados de renta fija europeos y americanos. A pesar del aumento del coste de endeudamiento, los precios de las acciones crecieron también de forma generalizada en dichas áreas económicas, gracias al aumento de los beneficios empresariales y, en algunos casos, a las expectativas sobre fusiones y adquisiciones. El mercado español de renta variable fue uno de los más destacados en términos de rentabilidad.

Las condiciones globalmente favorables del marco económico y financiero en 2006 no ocultan la existencia de algunos riesgos que podrían afectar a los mercados financieros en 2007. Así, respecto a la economía internacional, además de la permanencia de importantes riesgos geopolíticos, cabe destacar la recesión del mercado inmobiliario americano, cuyas consecuencias ya se empezaron a sentir durante los primeros meses de 2007, y el fuerte y rápido endeudamiento de los hogares en la zona euro durante los últimos años, que hace especialmente sensible a este sector ante nuevos incrementos de los tipos de interés. Dentro de la economía nacional, además de la acumulación de deuda por parte de los hogares, considerablemente mayor que en otros países europeos, cabe señalar el bajo crecimiento de la produc-

tividad y los problemas de competitividad, que pueden limitar el crecimiento de nuestra economía.

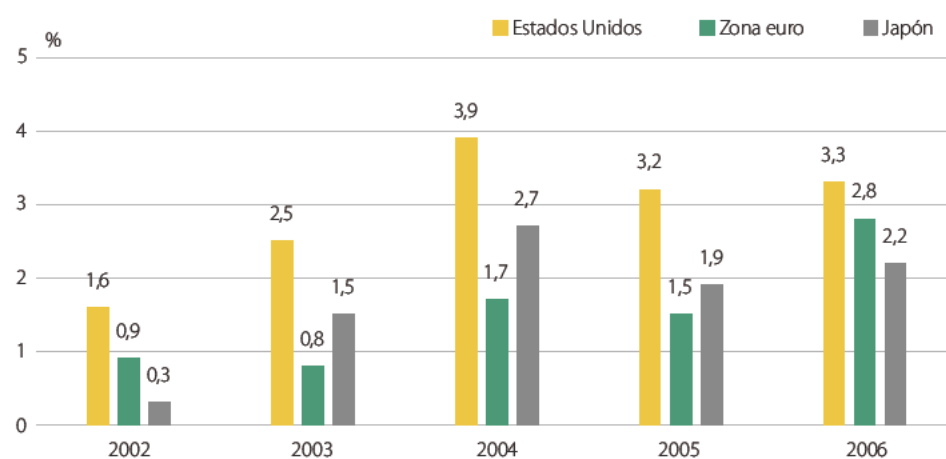
1.1 Marco económico y financiero internacional

1.1.1 Evolución de la economía internacional

En 2006, la economía mundial creció un 5,1%, siendo este crecimiento generalizado en todas las áreas económicas. Así, las economías de la zona euro y Japón aceleraron su ritmo, los países emergentes asiáticos mantuvieron su dinamismo e incluso la economía de Estados Unidos, aunque mostró ciertos síntomas de desaceleración, creció ligeramente más que en el año anterior (véase gráfico 1.1).

Tasas de crecimiento anual del PIB

GRÁFICO 1.1



Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda.

El PIB estadounidense aumentó en un 3,3% en 2006, un 0,1% más que en 2005, gracias a la mejora en el sector exterior, puesto que la demanda interna se mantuvo estable. La demanda privada interna se desaceleró debido a un menor crecimiento del consumo privado y a la reducción de un 4,2% en la inversión residencial. A pesar del aumento del gasto público, el déficit federal se redujo en relación al PIB nominal. En cambio, el déficit por cuenta corriente creció hasta el 6,7% del PIB.

Japón consolidó su recuperación económica, con el periodo más largo de crecimientos trimestrales continuos desde 1997. El incremento del PIB, un 2,2%, se cimentó en la inversión y en el sector exterior, que aportó un 0,8%. A pesar de la subida en el precio de las materias primas, la inflación se mantuvo en niveles mínimos.

Las economías asiáticas en desarrollo mantuvieron su fuerte crecimiento. En particular, el PIB chino creció nuevamente por encima del 10%, gracias a las exportaciones y a la inversión.

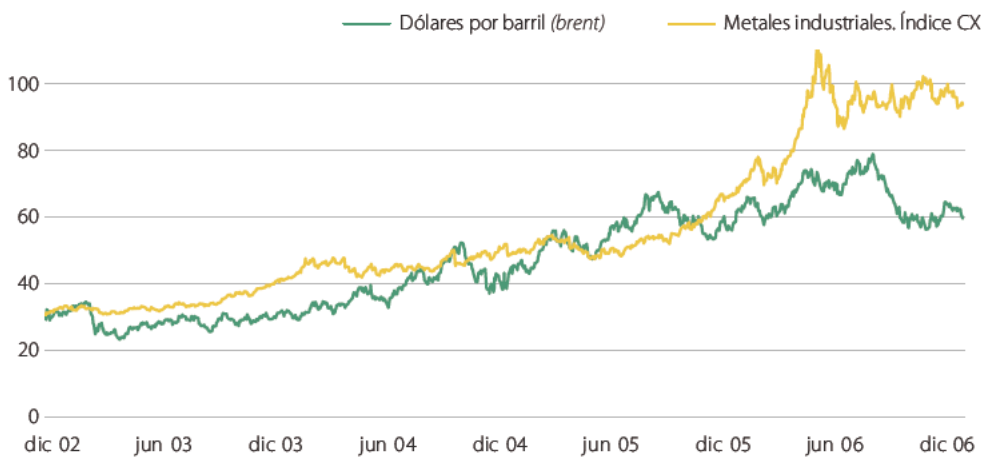
En Latinoamérica se consolidó la recuperación económica, con un crecimiento del 5,3% en 2006. Esta expansión, que dura ya tres años, se apoyó en el crecimiento de los precios de las materias primas exportadas por estos países y en la inversión. Los superávits de la balanza comercial y las remesas de los emigrantes favorecieron su situación financiera,

pero ésta aún podría ser sensible a un fuerte descenso en la actividad económica de Estados Unidos o Europa y a un endurecimiento de las condiciones financieras mundiales.

En la zona euro la recuperación económica parece asentarse. En 2006, el crecimiento del PIB fue del 2,8%, tras cuatro años con crecimientos inferiores al 2%. Esta aceleración fue posible por la reactivación de Alemania, Francia e Italia. El gasto en inversión fue el factor determinante dentro del incremento de la demanda interna, pues el consumo de los hogares subió a ritmos moderados. La aportación del sector exterior al crecimiento fue positiva, pero se espera que ésta vaya decreciendo a medida que se ralentice la economía de Estados Unidos y siga apreciándose el dólar.

Precio de las materias primas

GRÁFICO 1.2

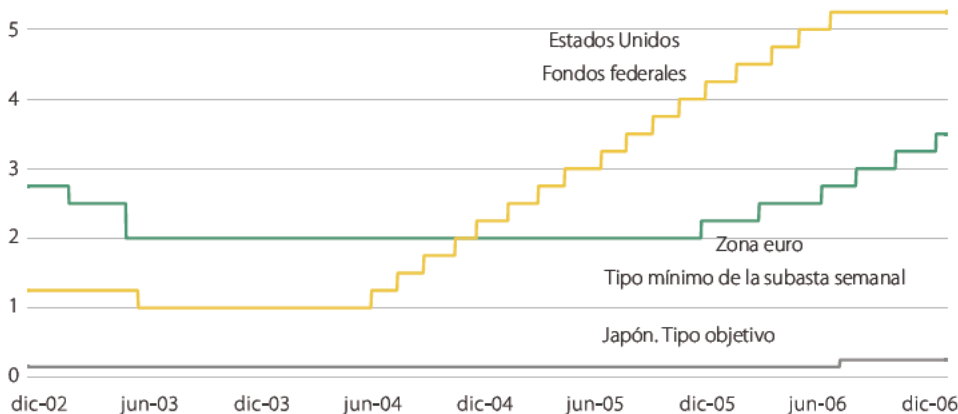


Fuente: Datastream. Índice CX elaborado por Deutsche Börse.

El crecimiento económico mundial propició el incremento de la demanda de materias primas, aumentando el precio de las mismas hasta el mes de agosto, mes en que el petróleo alcanzó los 78 dólares por barril, su máximo histórico. A partir de ese momento, el suave invierno en Europa y Estados Unidos, la ligera desaceleración americana y el aumento de la producción de países no miembros de la OPEP permitieron que el crudo se abaratara hasta los 59,4 dólares (véase gráfico 1.2).

Tipos de intervención de los Bancos Centrales

GRÁFICO 1.3



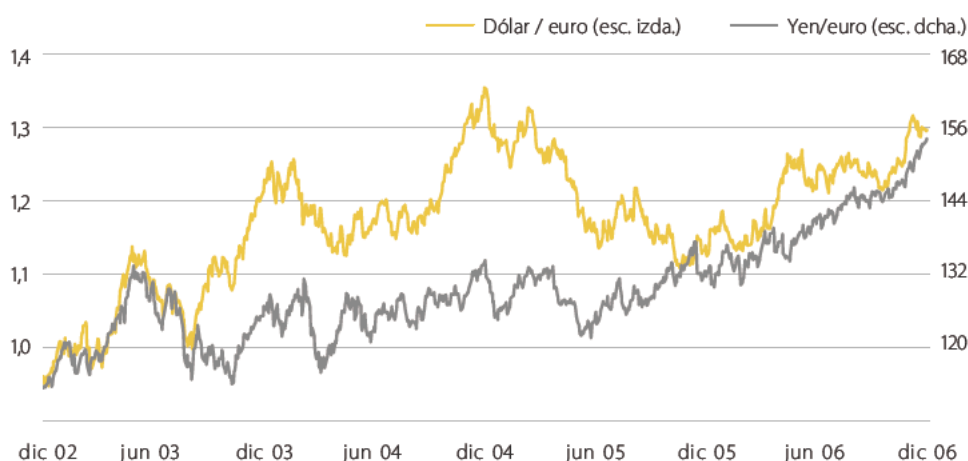
Fuente: Datastream.

La inflación en Estados Unidos y la zona euro comenzó 2006 en niveles altos, debido a la actividad económica y al crecimiento de los precios de las materias primas. Sin embargo, a medida que se endurecía la política monetaria y se reducía el precio del petróleo, los precios se fueron desacelerando. Así, el índice de precios de la zona euro cerró 2006 con un crecimiento interanual del 1,9%, dentro de la zona considerada de estabilidad de precios por el Banco Central Europeo, y en Estados Unidos en el 2,6%. En Japón, los precios aumentaron únicamente un 0,3% interanual, aunque la inflación subyacente fue negativa.

La Reserva Federal y el Banco Central Europeo continuaron con el endurecimiento de la política monetaria iniciado en el año anterior. Los tipos de interés oficiales pasaron del 4,25% al 5,25% y del 2,25% al 3,50% respectivamente. En Estados Unidos, el incremento de los tipos oficiales se detuvo cuando la inflación comenzó a descender y se dieron algunos signos de ralentización económica. El BCE motivó sus subidas en la recuperación económica europea, la expansión del crédito privado y las presiones inflacionistas. El Banco de Japón, tras cinco años con la política monetaria más expansiva posible, elevó su tipo de interés objetivo en 10 puntos básicos (pb) hasta el 0,25%.

El dólar se depreció un 11,5% respecto al euro en 2006, tras la apreciación del 13,4% en el año anterior (véase gráfico 1.4). La caída del valor de la divisa americana frente a la europea puede explicarse tanto por su déficit comercial como por la reducción del diferencial de tipos de interés entre ambas economías. El yen experimentó una depreciación similar frente al euro, un 13,0%, siguiendo al dólar. La caída del dólar frente al euro también provocó la depreciación de las divisas de los países latinoamericanos, que están en la zona de influencia de la divisa estadounidense.

Tipo de cambio del euro frente al dólar americano y al yen japonés GRÁFICO 1.4



Fuente: Banco Central Europeo.

1.1.2 Riesgos del escenario macroeconómico internacional

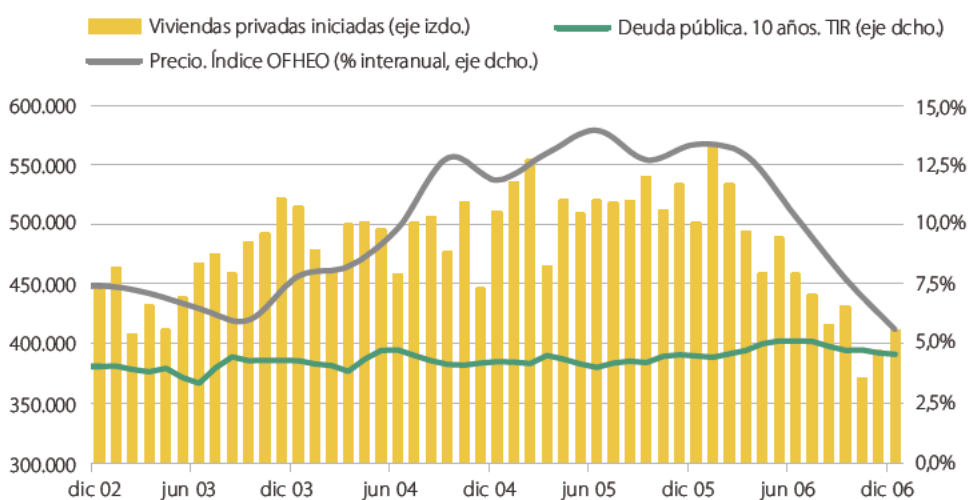
Además de la incertidumbre provocada por los conflictos militares y políticos en el Golfo Pérsico y su hipotética extensión a otros países de la zona, con sus posibles efectos sobre el precio del petróleo, se pueden destacar otros riesgos para la economía mundial. Así, en 2006, se produjo una brusca desaceleración en el mercado

inmobiliario en Estados Unidos, que se reflejó tanto en la actividad como en el precio, y los hogares de varios países europeos continuaron acumulando deuda, alentados por el crecimiento de los precios de la vivienda, los bajos tipos de interés y las facilidades crediticias.

El mercado inmobiliario había sido uno de los principales motores de la economía estadounidense, desde el estallido de la burbuja tecnológica, con fuertes aumentos en producción y precios¹. Esta evolución sustentó tanto la actividad económica de manera directa, al aumentar la producción, como indirectamente al facilitar el consumo de los hogares por el efecto riqueza y el aumento de la capacidad de endeudamiento (véase gráfico 1.5). Sin embargo, y a medida que se endurecía la política monetaria, la actividad constructora mostró signos apreciables de agotamiento en 2006, ya que el número de viviendas iniciadas se redujo en un 12,3% y los precios se desaceleraron bruscamente. Aunque los tipos de interés se habían estabilizado a mediados de 2006, los efectos de la caída en la actividad y en los precios continuaron y aún se desconoce la repercusión final que tendrá esta caída en la actividad económica de Estados Unidos y si esta situación se extenderá a otros países.

Mercado de la vivienda en Estados Unidos

GRÁFICO 1.5



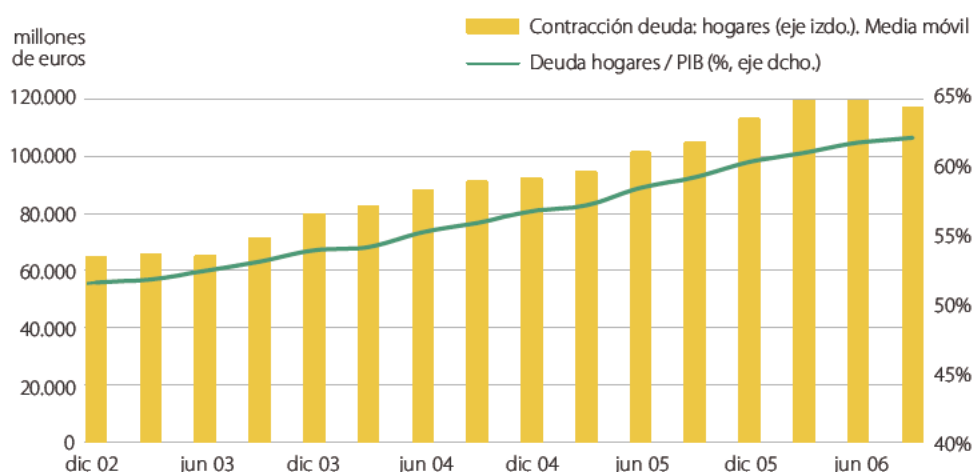
Fuente: Datastream.

La política monetaria del Banco Central Europeo también ha incentivado la acumulación de deuda por parte de los hogares (véase gráfico 1.6). Los créditos a los hogares de la zona euro alcanzaron un valor de 4,9 billones en septiembre de 2006, un 43,4% más que en 2001, lo que supone un 59,4% del PIB. Este crecimiento no fue uniforme en todos los países, ya que se centró en aquellos en los que los precios del mercado inmobiliario crecieron y permitieron un aumento en el endeudamiento hipotecario. Una parte de estos préstamos se estableció en términos de tipos de interés variable, por lo que el endurecimiento actual de la política monetaria podría afectar a la capacidad de consumo de los hogares de estos países.

1. En 2005 se construyeron 2 millones de viviendas, un 31,8% más que las construidas en 2002. El índice de precios publicado por el *Office of Federal Housing Enterprise Oversight* se incrementó en un 58,0% durante el mismo periodo.

Endeudamiento de los hogares de la zona euro

GRÁFICO 1.6



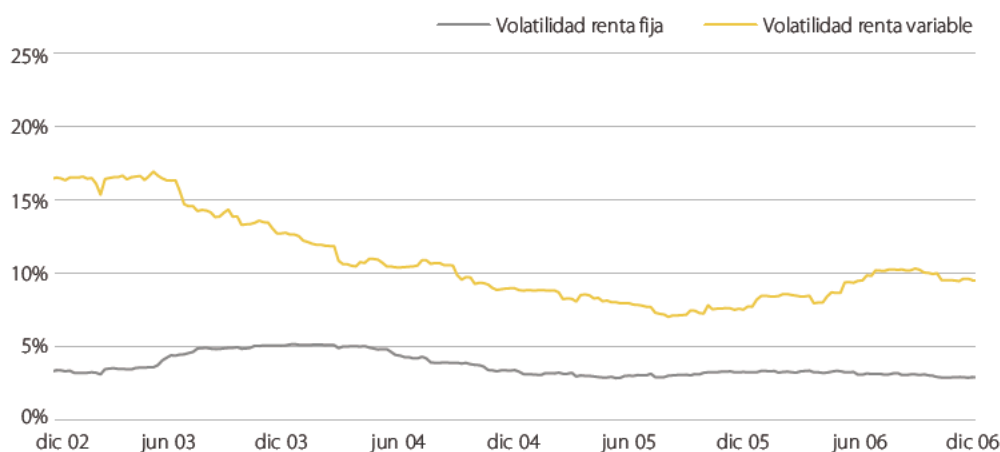
Fuente: Banco Central Europeo y Datastream.

1.1.3 Evolución de los mercados financieros internacionales

El crecimiento económico y las acciones de los bancos centrales dieron lugar a incrementos en los tipos de interés de la deuda pública y privada y a una reducción de la pendiente temporal de la curva de rendimientos. Aún así, la liquidez de los mercados y los buenos resultados empresariales produjeron revalorizaciones en los principales mercados de acciones y permitieron que las primas por riesgo de crédito se mantuviesen en niveles relativamente bajos. La volatilidad en los mercados financieros siguió siendo reducida en términos históricos, como se puede apreciar en el gráfico 1.7 y se describe en el siguiente recuadro.

Volatilidad en los mercados financieros¹

GRÁFICO 1.7



Fuente: Datastream y elaboración propia.

1. Volatilidad para una cartera equiponderada de renta fija o de renta variable en los mercados de Estados Unidos, Japón y la zona euro.

El tipo de interés de los depósitos a un año denominados en dólares alcanzó el 5,33%, 49 pb más que al cierre de 2005, debido al endurecimiento de la política monetaria por parte de la Reserva Federal. También los rendimientos de la deuda pública subieron hasta situarse el de los títulos a 10 años en el 4,70%, 30 pb más que en el año

anterior (véase gráfico 1.8). Sin embargo, a medida que se estabilizaba la política monetaria, la pendiente de la curva temporal pasó a ser negativa (véase gráfico 1.9).

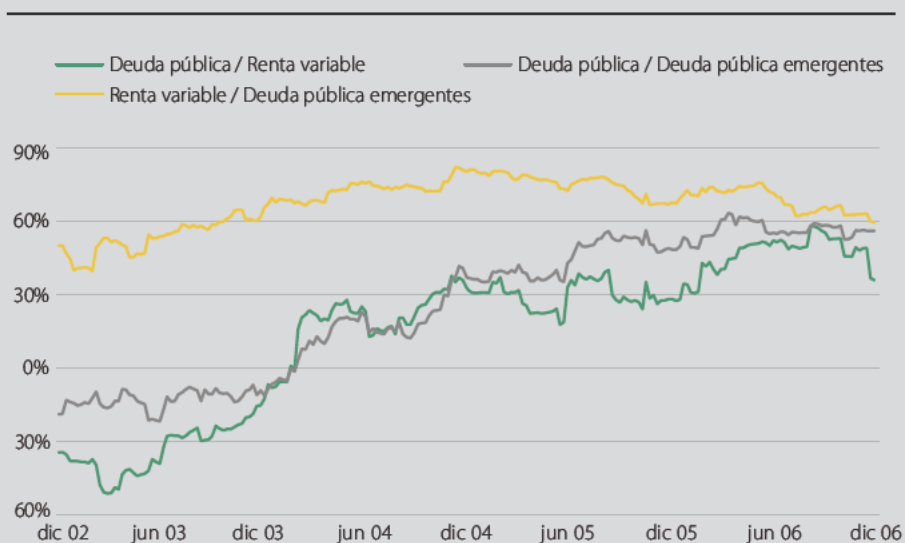
La reducción en la volatilidad de los mercados financieros

El bajo nivel de volatilidad en los mercados financieros de los últimos años ha sido un factor positivo al aumentar su estabilidad, su robustez y reducir las primas de riesgo de los inversores. Estos descensos en el riesgo de los mercados son aún más significativos cuando se considera que se han producido en un periodo en que se han sucedido elementos particularmente adversos en el plano económico y geopolítico¹. Entre las causas posibles de la baja volatilidad destacan: (i) las variaciones en los tipos de interés oficiales se producen cada vez de manera más gradual y predecible, (ii) los aumentos de la liquidez del sistema financiero, (iii) el crecimiento de los beneficios empresariales y la reducción del *ratio* de apalancamiento en Estados Unidos y Japón. También han podido contribuir a la reducción de la volatilidad unos mercados financieros cada vez más sofisticados en la transferencia de distintos tipos de riesgos.

Esta reducción del riesgo de mercado ha disminuido, a su vez, las posibilidades de negocio de ciertas estrategias financieras basadas en la volatilidad, pero ha abierto otras. Un ejemplo de las mismas es el denominado *carry trade* sobre el yen japonés, por el cual inversores se endeudan en la divisa japonesa para invertir en activos denominados en divisas occidentales que tienen un rendimiento superior. Esta operativa se ha visto favorecida por un aumento del *ratio* rentabilidad-riesgo al reducirse la volatilidad en el tipo de cambio de la divisa japonesa respecto al dólar estadounidense y al euro.

Además, la reducción generalizada de la volatilidad se ha visto acompañada por un aumento de la correlación entre distintos activos y entre las distintas regiones económicas (véase el gráfico siguiente). El aumento de la correlación entre distintos activos es un efecto de la mayor integración de los mercados financieros, ya que muestra que los inversores tienden a aprovechar las oportunidades para reducir el riesgo de cartera diversificando la misma, sin discriminar entre mercados y tipos de productos.

Correlaciones entre distintos activos financieros¹



Fuente: Datastream y elaboración propia.

1. Correlación de las rentabilidades semanales para un periodo anual para cada par de tipo de activos.

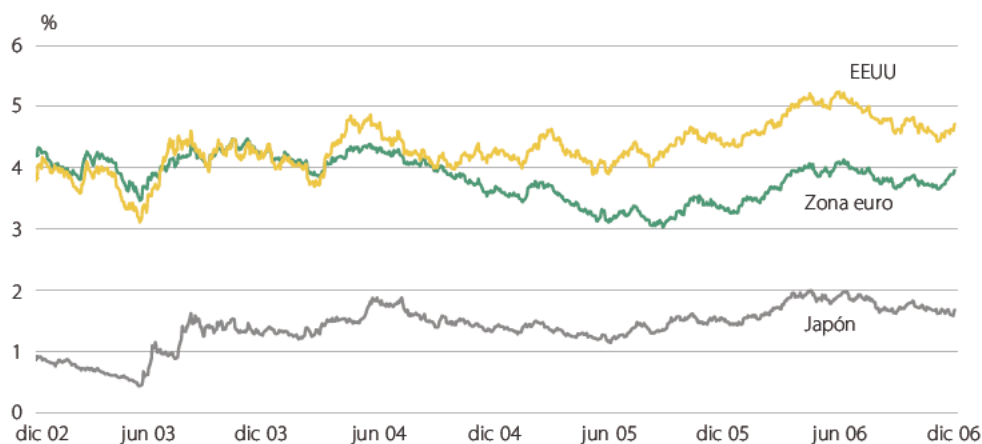
Sin embargo, algunos organismos supervisores advierten de que la reducción de los niveles de volatilidad no es necesariamente permanente en el tiempo y que un resurgimiento inesperado del riesgo de mercado podría provocar dificultades a aquellas instituciones financieras que utilicen estrategias que implícitamente asuman un nivel reducido de volatilidad. Además, el aumento de la correlación entre distintos activos financieros también implica una mayor dificultad en disminuir el riesgo de una cartera financiera a través de la diversificación, por lo que estos organismos advierten de la necesidad de considerar esta novedad a la hora de diseñar las estrategias de inversión.

1. Durante los dos últimos años se ha producido el continuo encarecimiento del petróleo, la crisis crediticia de las empresas de automóviles en Estados Unidos, atentados terroristas, desastres naturales y el continuo empeoramiento de la situación en el Golfo Pérsico.

El índice Euribor a un año cerró 2006 en el 4,03%, 118 pb por encima de 2005, debido a las subidas en los tipos de interés oficiales. Al terminar 2006, el mercado esperaba nuevas subidas por parte del BCE, pero limitadas en su importe. Por ello, la rentabilidad de la deuda pública a 10 años cerró el año con un rendimiento del 3,96%, que es 66 pb superior al del año anterior, pero similar a la rentabilidad de la deuda a corto plazo (véase gráfico 1.9).

Tipo de interés de la deuda a largo plazo¹

GRÁFICO 1.8

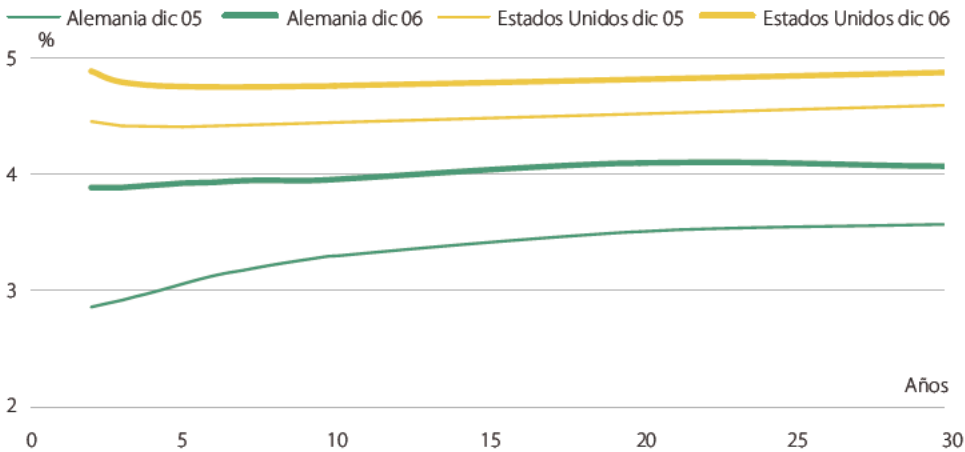


Fuente: Datastream.

1. Deuda pública a 10 años del Gobierno central de Estados Unidos y Japón. Para la zona euro, se utiliza como referencia Alemania.

Curva temporal de tipo de interés. Deuda alemana

GRÁFICO 1.9

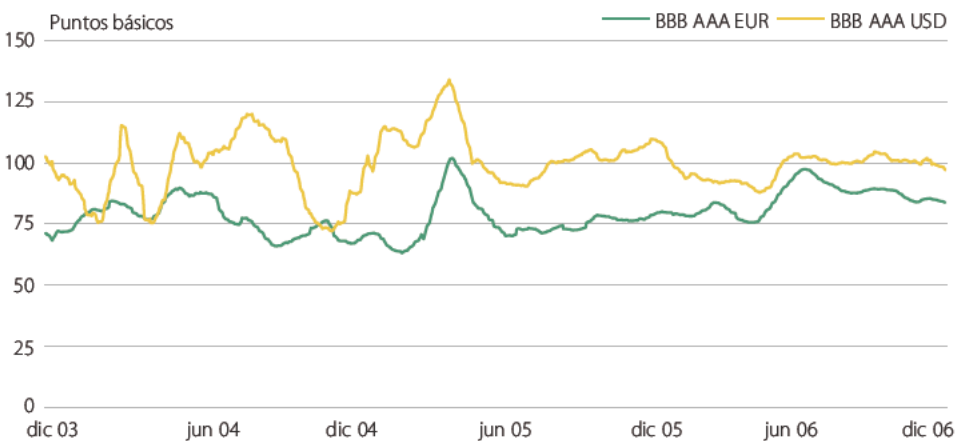


Fuente: Reuters.

La financiación a través de la deuda privada experimentó un encarecimiento por la subida en los tipos de interés en Estados Unidos y en la zona euro. Sin embargo, la prima por riesgo de crédito se mantuvo prácticamente inalterada durante 2006 para la deuda denominada en euros o en dólares, por lo que ambas se mantienen en los niveles mínimos anteriores (véase gráfico 1.10). Este bajo coste del endeudamiento ha beneficiado tanto a emisores privados de países desarrollados como a la deuda pública de los países en desarrollo.

Prima de riesgo de crédito de la deuda privada (BBB-AAA)¹

GRÁFICO 1.10



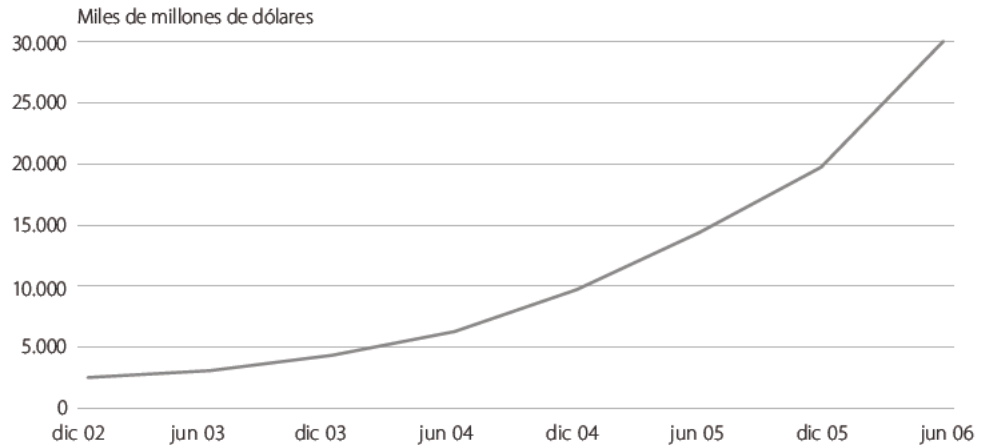
Fuente: Reuters.

1. Media móvil de 20 sesiones del diferencial de rentabilidad entre las emisiones a 10 años de calificación mínima (BBB) dentro del denominado grado inversión (*investment grade*), y las de calificación máxima (AAA), generalmente emisiones soberanas.

La reducción en las primas de riesgo se apoya en factores coyunturales como los rendimientos relativamente bajos de la deuda pública en los países desarrollados, el crecimiento de los beneficios empresariales, la buena situación de las economías en desarrollo y la baja tasa de impagos. El abaratamiento de la financiación a través de la deuda también podría ser relacionada con el desarrollo del mercado de derivados de crédito, que facilita la transferencia y diversificación de riesgos de ese tipo. Como se aprecia en el gráfico 1.11, este mercado ha experimentado un crecimiento exponencial durante los últimos años.

Saldo vivo nominal de los *credit default swaps*

GRÁFICO 1.11

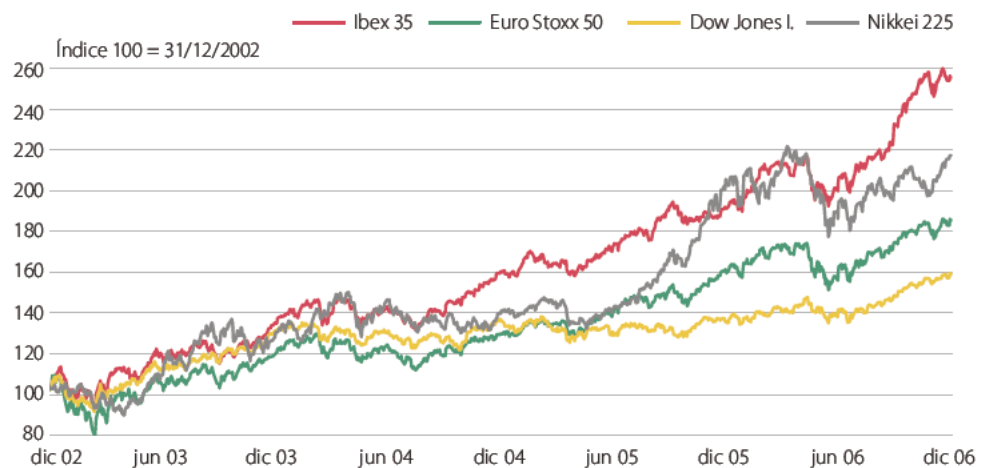


Fuente: International Swap and Derivatives Association (ISDA).

La existencia de un mercado de derivados de crédito desarrollado tendría, en principio, un efecto positivo si se produce una crisis crediticia, ya que las instituciones financieras habrán podido transferir y/o diversificar parte de su riesgo de crédito. Sin embargo, el BCE alerta de que la actual situación favorable no debe ocultar la posibilidad de que en situaciones menos favorables se produzca un comportamiento gregario (*herd behaviour*) dentro de estos mercados, lo que provocaría una reducción brusca de las contrapartidas. Además, el BCE señala que este tipo de contratos también podría amplificar la volatilidad del mercado en determinadas circunstancias adversas.

Evolución de los principales índices bursátiles internacionales

GRÁFICO 1.12



Fuente: Datastream.

La evolución de las bolsas europeas y americanas fue similar, elevándose el *Dow Jones Ind. Av.* un 16,3% y el *Euro Stoxx 50* un 15,1%. La rentabilidad del índice *Nikkei 225* fue del 6,9%, modesta tras el crecimiento del 40,2% en 2005 (véase gráfico 1.12). Tanto en Estados Unidos como en la zona euro, el aumento de los precios de las acciones se apoyó en el crecimiento de los beneficios empresariales, cuyo efecto positivo superó al negativo de la subida de los tipos de interés. La *ratio* de precios sobre beneficios esperados, calculado por IBES-Datastream, muestra que el crecimiento en los precios se basó en las expectativas de mayores beneficios. Así, para el *Standard & Poor's 500* y para el *EuroStoxx 50* esta *ratio* cerró el año en los mismos niveles que el 2005. En todos los mercados, el crecimiento de la actividad de fusiones y adquisiciones de empresas cotizadas fue un factor importante a la hora de explicar la revalorización de una parte de las acciones.

La contratación en los mercados se incrementó nuevamente durante 2006. Esta subida se debió al aumento del precio de las acciones negociadas, pero también al aumento en el número de operaciones² (véase cuadro 1.1).

En la zona euro, la actividad bursátil se vio favorecida por las emisiones y admisiones a cotización, tanto a través de ofertas públicas de venta como de ampliaciones

Los mercados de renta variable: índices y rentabilidad

CUADRO 1.1

Bolsa	Nombre	Índices		Contratación	
		Var. (%) 2005	2006	Millardos de euros	Var. (%) ¹
Países desarrollados					
Estados Unidos	Dow Jones Ind. A.	0,6	16,3	17.222,2	54,3
Estados Unidos	Nasdaq Composite	1,4	9,5	9.345,3	17,1
Japón	Nikkei	40,2	6,9	4.617,5	36,4
Reino Unido	FTSE 100	16,7	10,7	5.990,8	30,5
Zona euro ²	Euro Stoxx 50	21,3	15,1	8.849,5	31,9
Euronext	Euronext 100	23,2	18,8	3.005,7	28,2
Alemania	Dax 30	27,1	22,0	2.164,8	40,0
Italia	Mib 30	13,3	17,5	1.258,5	19,8
España ³	Ibex 35	18,2	31,8	1.149,9	34,7
Latinoamérica y Asia					
Argentina	Merval	12,2	35,5	4,2	19,2
Brasil	Bovespa	27,7	32,9	217,9	49,6
Chile	IGPA	2,7	34,4	23,3	48,9
México	IPC	37,8	48,6	76,0	71,2
Perú	IGBL	29,4	168,3	4,3	104,7
Corea del Sur	Korea Cmp Ex	54,0	4,0	1.065,2	3,5
Hong Kong	Hang Seng	4,5	34,2	656,0	79,1
China	Shangai Composite	8,3	130,4	576,7	200,2

Fuente: Federación Internacional de Bolsas, Reuters y CNMV.

1. En moneda local.
2. Volumen contratado en las bolsas de los países de la zona euro. Incluye la contratación de OMX completa, aunque en alguna de sus bolsas no se negocie en la divisa europea.
3. No incluye Latibex, MAB ni ETF.

2. Según datos de la Federación Internacional de Bolsas de Valores, en todos los mercados de la Europa occidental, excepto en el de Viena, el número de operaciones se incrementó respecto a 2005.

de sociedades ya cotizadas. Según la Federación Internacional de Bolsas, las admisiones en las bolsas de la zona euro alcanzaron los 112.531 millones de euros, un 1,6% de la capitalización al cierre del año.

1.1.4 Tendencias y movimientos estratégicos en el ámbito de las infraestructuras de mercado

En 2006 se produjeron operaciones corporativas de gran envergadura en el ámbito de las infraestructuras de mercado. La más significativa fue, sin duda, el acuerdo entre Euronext y la Bolsa de Nueva York (NYSE) para la adquisición del primero por la segunda, que se materializó en marzo de 2007. Previamente, Euronext había rechazado una oferta alternativa de Bolsa Alemana. Cabe recordar que Euronext supuso, en su momento, la integración de los mercados de contado y derivados en Francia, Holanda, Bélgica y Portugal, más un importante mercado de productos derivados financieros radicado en Londres (Liffe).

Por su parte, Nasdaq, el otro gran mercado norteamericano de renta variable, intentó también adquirir la Bolsa de Londres, la primera de Europa en negociación y capitalización. Aunque no tuvo éxito, Nasdaq sigue manteniendo una importante participación accionarial en ese mercado, cercana al 30%, lo que sugiere la posibilidad de nuevos intentos de adquisición en el futuro.

La irrupción de los dos grandes mercados norteamericanos en la competencia por el control de las grandes infraestructuras europeas supone un cambio sustantivo en el proceso de consolidación que se venía desarrollando hasta ahora. Los dos movimientos corporativos señalados apuntan hacia una dimensión claramente global de la competencia entre los grandes proveedores de servicios de negociación, que tendrá seguramente continuidad con operaciones en el propio continente europeo y otros continentes, particularmente en Asia.

De hecho, durante el pasado año ya se produjeron algunos movimientos en esta dirección, como la adquisición de participaciones por parte de NYSE y de Bolsa Alemana en los principales mercados indios (National Stock Exchange y Bolsa de Bombay, respectivamente) o la firma de importantes acuerdos de colaboración, entre los que destacan, por una parte, los firmados por Nasdaq con las Bolsas de Corea, Shanghai y el mercado japonés Jasdaq, especializado en ofertas públicas iniciales, y por otra el alcanzado entre NYSE y la Bolsa de Tokio.

La dimensión global de los movimientos estratégicos de los grandes mercados responde a la importancia cada vez mayor de las estrategias globales de los grandes inversores y a la posibilidad de que los pequeños inversores también puedan participar de ellas gracias a los avances tecnológicos. NYSE y Nasdaq han tomado la iniciativa, estimulados por el peso y la proyección global de la inversión norteamericana y amparados en su propia fortaleza financiera.

En Europa, la absorción de Euronext y el interés manifiesto de Nasdaq por la Bolsa de Londres incrementan la probabilidad de que se produzcan nuevos intentos de adquisición o fusión dirigidos principalmente a los mercados europeos de alcance regional o puramente nacional más importantes, entre los que se cuentan el grupo escandinavo OMX, Borsa Italia y BME. Bolsa Alemana, que durante los últimos años ha intentado adquirir otros mercados, entre ellos la Bolsa de Londres, aparece como un protagonista potencial de futuros movimientos al respecto, aunque no pueden descartarse otros protagonistas.

Asimismo, habrá que tener en cuenta que la entrada en vigor de la Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros, prevista en noviembre de 2007, puede facilitar la aparición de infraestructuras de negociación competidoras con los mercados tradicionales. De hecho, un grupo de siete grandes bancos³ ya anunció el pasado año la creación en 2007 un sistema de negociación multilateral.

Actividades de post-contratación: tendencias en la UE

Los procesos de consolidación entre mercados de valores de la Unión Europea han sido hasta ahora limitados y han afectado, fundamentalmente, a las infraestructuras de negociación. En el ámbito de las actividades de post-contratación, la situación actual sigue caracterizándose por una elevada fragmentación, con más de una veintena de infraestructuras, en su mayoría de carácter esencialmente nacional.

Las autoridades europeas han promovido tres iniciativas encaminadas a impulsar una mayor integración de las actividades de post-contratación a escala europea. En particular, se pretende una reducción de su coste para los usuarios, especialmente en la liquidación de operaciones transfronterizas, cuyo elevado coste actual dificulta una mayor integración de los mercados. Las iniciativas son, por orden cronológico, las siguientes:

- La primera está contenida en la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID), que entrará en vigor en noviembre de 2007. Su articulado consagra la posibilidad de que los miembros o participantes de un mercado regulado designen libremente el sistema de compensación y liquidación para sus operaciones en dicho mercado.
- La segunda es el Código de Conducta voluntario, auspiciado por el Comisario Mc Creevy, ya suscrito por la mayoría de los operadores de las infraestructuras de negociación y de post-contratación europeas. Entre otros objetivos, dicho código pretende que todas las infraestructuras puedan operar entre sí, especialmente las que prestan servicios de compensación y liquidación. Asimismo, se pretende que los servicios y tarifas de los distintos sistemas de compensación y liquidación europeos se anuncien de forma transparente y sean comparables entre sí (véase recuadro en el capítulo 4).
- La última iniciativa, que proviene del Eurosistema, es el proyecto TARGET2-Securities (T2-S). Se propone la creación de una única plataforma de liquidación para todo tipo de valores, operada por el Eurosistema. En principio, la plataforma operaría en euros, aunque podrían añadirse otras divisas. Se prevé un plazo de cinco o seis años para el desarrollo y puesta en marcha del proyecto (véase recuadro en el capítulo 4).

Las dos primeras iniciativas, consideradas bien individualmente bien en combinación, suponen una modificación del contexto actual de exclusividad en el que operan los depositarios centrales de valores (DCV) nacionales respecto a las transacciones realizadas en su jurisdicción territorial o en determinados mercados. Se abre, por tanto, la posibilidad de que los DCV compi-

3. Citigroup, Crédit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley y UBS.

tan ente sí por la captación de las operaciones de post-contratación. Tal competencia puede ser particularmente intensa en el ámbito de la liquidación, que constituye actualmente la principal fuente de ingresos para la mayoría de estas entidades.

La iniciativa del Banco Central Europeo aun va más allá, pues conlleva que los depositarios centrales que se adhieran cedan la liquidación de todo tipo de valores, sean éstos de renta fija o variable, a la plataforma que el proyecto T2-S establezca, cesando en esta actividad a nivel doméstico nacional.

1.1.5 Otros aspectos destacados en la evolución del sistema financiero

Durante los últimos años, el aumento de la liquidez y una mayor predisposición hacia el riesgo han favorecido el desarrollo de fórmulas de inversión dirigidas, principalmente, a inversores institucionales o a inversores particulares de elevado patrimonio, con el objetivo de explotar oportunidades de rentabilidad y riesgo potencialmente elevados. Dos ejemplos destacados de ello son las actividades de *private equity* y los *hedge funds*. En 2006, ambas actividades volvieron a experimentar un notable crecimiento a escala internacional, consolidándose como sectores significativos de la industria financiera.

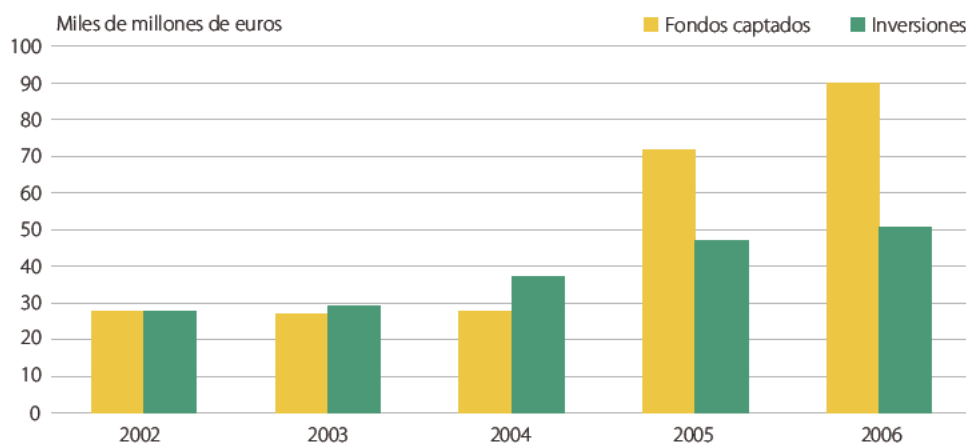
Dentro de las actividades de *private equity* se incluyen inversiones de diverso tipo, que van desde el capital-riesgo puro (creación de nuevas empresas o desarrollo de las mismas en las fases iniciales) hasta la participación en *buyouts*, es decir, en la adquisición de empresas maduras, a menudo con un apalancamiento elevado. Como también sucede en los *hedge funds*, las inversiones se canalizan a través de vehículos especialmente diseñados al efecto, bajo la forma de meros fondos patrimoniales o de sociedades por acciones, cuya propiedad está generalmente restringida a un número reducido de inversores. Sólo algunos países, entre ellos España, han establecido algún tipo de marco regulador para estas actividades⁴.

El incremento de las actividades en *private equity* ha sido particularmente intenso en Europa, donde los fondos captados por las entidades del sector crecieron un 25% en 2006, superando la suma de los captados durante el trienio 2002-2004 (véase el gráfico 1.13). Al igual que en 2005, el grueso de los fondos captados, en torno al 79% del total, tenía como destino la inversión en *buyouts*⁵. El bajo coste de la deuda y el fuerte aumento de las operaciones de adquisición y fusión experimentado durante los últimos dos años han proporcionado considerables incentivos a la participación de los inversores de *private equity* en estas operaciones.

Las actividades de *private equity* contribuyen al crecimiento de la economía y de los mercados financieros, al facilitar la aparición de nuevas empresas y la adopción de cambios eficientes en la gestión y la estructura de las empresas maduras. Sin embargo, su creciente apalancamiento y la presencia destacada entre sus inversores de instituciones de gran importancia dentro del sistema financiero (principalmente fon-

4. En el caso español, la sujeción al marco regulador es voluntario y comporta el reconocimiento de determinados beneficios fiscales (véase el capítulo 7).

5. La orientación de las inversiones de *private equity* en Europa contrasta fuertemente con lo que sucede en Estados Unidos, donde predomina el capital riesgo puro, con una significativa repercusión en el mercado bursátil a través de las salidas a bolsa.



Fuente: EVCA/Thomson Financial/PricewaterhouseCoopers.

dos de pensiones y entidades de crédito) suscitan la cuestión de si conviene o no establecer algún tipo de regulación de esta actividad, particularmente en materia de transparencia, dirigida a la prevención del riesgo sistémico.

En cuanto a la industria de *hedge funds*, el patrimonio administrado por la misma creció en torno al 21% entre septiembre de 2006 y septiembre de 2005, aun cuando la rentabilidad global del sector no superó la obtenida por los principales índices bursátiles⁶. Debe tenerse en cuenta que esta industria ofrece un amplísimo abanico de estrategias de inversión, algunas con signo opuesto entre sí, por lo que generalmente cabe esperar resultados heterogéneos en materia de rentabilidad.

Los gestores norteamericanos siguen administrando la mayor parte de los activos del sector, en torno al 62%, pero la industria europea está creciendo rápidamente y administra ya el 26% del patrimonio global. Se calcula que un 80% de los activos europeos están gestionados por entidades radicadas en Londres.

Los inversores institucionales incluyen cada vez más este tipo de inversión entre sus estrategias de diversificación. Así, se estima que el 13% de los fondos de pensiones europeos invirtieron en *hedge funds* en 2006⁷. Asimismo, debe señalarse que la industria está desarrollando fórmulas para captar inversores particulares en el sector minorista. En particular, se observa un fuerte crecimiento de los fondos de *hedge funds*, cuyo patrimonio aumentó un 26% entre septiembre de 2006 y el mismo mes del año anterior.

La preferencia por el riesgo en las inversiones de estas instituciones queda patente en la participación de las mismas en los mercados financieros de mayor riesgo. Así, por ejemplo, un estudio publicado en septiembre de 2006⁸ estimaba que la cuota de los *hedge funds* en la negociación diaria ascendía al 58% en el mercado de deriva-

6. El índice CSFB Tremont, una de las referencias más utilizadas del sector, aumentó un 14% en 2006, mientras que índices bursátiles como el Down Jones y el Euro Stoxx 50 aumentaron un 16,3% y un 15,1%, respectivamente.

7. "European Asset Allocation Report 2006", Mercer Investment Consulting, septiembre 2006.

8. "For hedge funds, fixed income trading volumen soar, while costs take on new importance", Greenwich Associates, septiembre 2006.

dos de crédito, al 47% en el de créditos morosos y al 25% en el de bonos de alto rendimiento.

Tras la quiebra de Long Term Capital Management en 1998 no se han vuelto a producir entre los *hedge funds* sucesos negativos de tanta envergadura. Sin embargo, las pérdidas son frecuentes. Así, en 2006, cesaron en su actividad un total de 83 *hedge funds* norteamericanos, que en su mejor momento habían llegado a alcanzar un patrimonio conjunto de 35.000 millones de dólares. El de mayor tamaño era un fondo gestionado por Amaranth Advisors LLC, cuyo patrimonio había llegado a superar los 9.000 millones de dólares. Este fondo, que operaba fuertemente apalancado en mercados de derivados sobre gas natural, perdió 6.000 millones de dólares.

Los reguladores han mostrado en repetidas ocasiones su preocupación sobre las implicaciones de las actividades de los *hedge funds* en la estabilidad del sistema financiero, así como en otras áreas de la supervisión prudencial y de la protección al inversor (véase recuadro en el capítulo 6 para mayor detalle). Fruto de ello es una tendencia creciente al establecimiento de cierto grado de regulación. En España, la nueva ley de IIC aprobada en 2005, junto con el reglamento que la desarrolla, aprobado en marzo de 2007, regulan esta actividad en el marco de la inversión colectiva (véanse los capítulos 6 y 11, así como el Anexo legislativo).

1.2 Marco económico y financiero español

1.2.1 Evolución de la economía española

La economía española creció un 3,9% en 2006, lo que supone una aceleración de 4 décimas respecto a 2005. La demanda nacional siguió siendo el principal factor de crecimiento, con una aportación de 4,9 puntos porcentuales, aunque disminuyó ligeramente su peso relativo por el menor dinamismo del consumo de los hogares y las AAPP. La aceleración de las exportaciones permitió reducir el efecto negativo del sector exterior, compensando la disminución en el crecimiento de la demanda interna. La buena situación económica produjo el crecimiento en el número de ocupados hasta alcanzar los 20 millones, un 3,6% más que en el último trimestre de 2005.

Como en 2005, gran parte del crecimiento se basó en la construcción y en los servicios de mercado. Sin embargo, y como factor positivo, se produjo una mayor diversificación sectorial del crecimiento, al incorporarse al mismo la industria, tras varios años en que tuvo crecimientos inferiores al resto de la economía.

El diferencial de inflación de España respecto a la zona euro es uno de los problemas persistentes de la economía española durante los últimos años. En 2006, se redujo dicho diferencial gracias a la flexión de la inflación española en 1 punto porcentual hasta el 2,7%, con lo que redujo el mencionado diferencial hasta el 0,8%. Esta reducción en el crecimiento de los precios puede contribuir a aminorar el desequilibrio de la balanza por cuenta corriente, al aumentar la competitividad de las empresas exportadoras y reducir el ritmo de crecimiento del consumo y la inversión, al aumentar el tipo de interés real.

El crecimiento del empleo permitió el aumento de la renta bruta disponible de los hogares, aunque, debido al mayor crecimiento del gasto, la tasa de ahorro dismi-

Tasa de variación, salvo otra indicación

	2002	2003	2004	2005	2006
PIB (a precios constantes) ¹					
PIB	2,7	3,0	3,2	3,5	3,9
Demanda interna ²	3,3	3,8	4,9	5,2	4,9
Consumo de los hogares	2,8	2,8	4,2	4,2	3,7
Consumo de las AAPP	4,5	4,8	6,3	4,8	4,4
Formación bruta de capital fijo	3,4	5,3	5,1	6,9	6,3
Demanda externa neta ²	0,6	0,8	1,7	1,7	1,0
Exportaciones	2,0	3,7	4,1	1,5	6,2
Importaciones	3,7	6,2	9,6	7,0	8,4
Otros indicadores					
IPC. Interanual a diciembre	4,0	2,6	3,2	3,7	2,7
Crecimiento del empleo ³	2,9	4,4	4,1	5,6	3,6
Tasa de paro ³	11,6	11,4	10,6	8,7	8,3
Balanza por cuenta corriente y de capital (% sobre PIB)	2,2	2,5	4,3	6,5	8,2
Capacidad o necesidad de financiación de las AAPP					
(% sobre PIB)	0,3	0,0	0,2	1,1	1,8

Fuentes: INE, Banco de España y Ministerio de Economía y Hacienda.

1. INE. Contabilidad Nacional, base 2000.
2. Aportación al crecimiento del PIB.
3. EPA. IV trimestre.

nuyó⁹. Las familias españolas siguieron precisando de financiación al continuar su fuerte inversión en vivienda. Las empresas también demandaron elevados recursos externos para financiar sus planes de inversión, a pesar de la mejora de los beneficios.

1.2.2 Riesgos del escenario económico nacional

El aumento de la demanda de inversión residencial se encuentra entre los principales factores que han impulsado tanto la economía española como los precios de la vivienda durante los últimos años (véase gráfico 1.14). Esta situación, que viene experimentándose desde 1999, cuenta entre sus causas con el acceso al mercado laboral de una gran número de personas y el abaratamiento de los costes financieros, y si bien muestra la pujanza de la economía española, también constituye en la actualidad una de sus principales fuentes de riesgo.

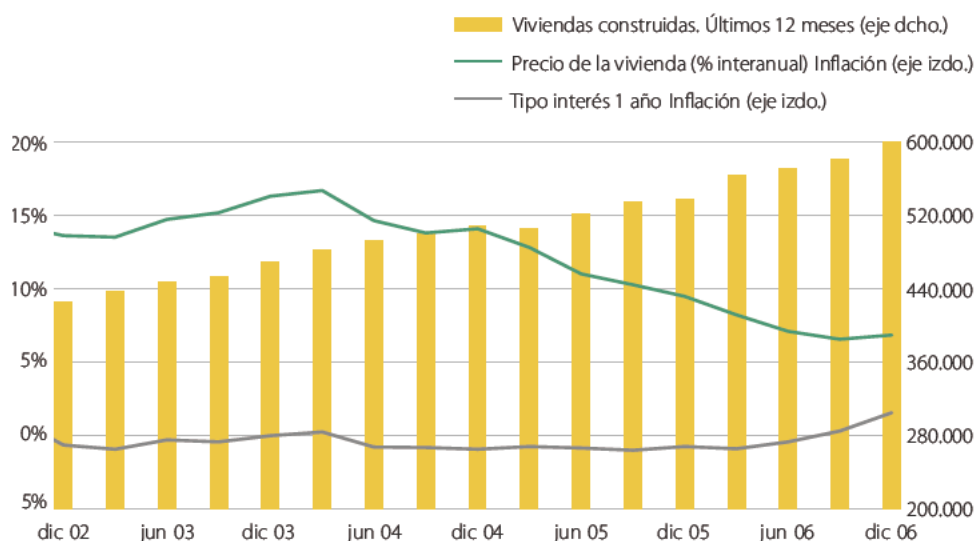
En 2006, el endurecimiento de la política monetaria y la reducción de la inflación en España hicieron que el tipo de interés real a corto plazo volviera a ser positivo. Este encarecimiento en el endeudamiento redujo el crecimiento de la demanda, por lo que se desaceleró el precio de la vivienda, que creció un 9,1% interanual, muy por debajo de la tasa media de los últimos cuatro años. A pesar de ello, la producción continuó en máximos¹⁰.

9. Considerando los tres primeros trimestres de 2006 y el último de 2005. La *ratio* entre ahorro bruto y renta disponible bruta fue del 9,3%. En 2004 y 2005, esta tasa había sido del 11,4% y del 10,6%, respectivamente.

10. Entre enero y noviembre de 2006 se habían construido 539.892 viviendas, un 11,4% más que en el mismo periodo de 2005.

Mercado español de la vivienda. Producción y precios

GRÁFICO 1.14

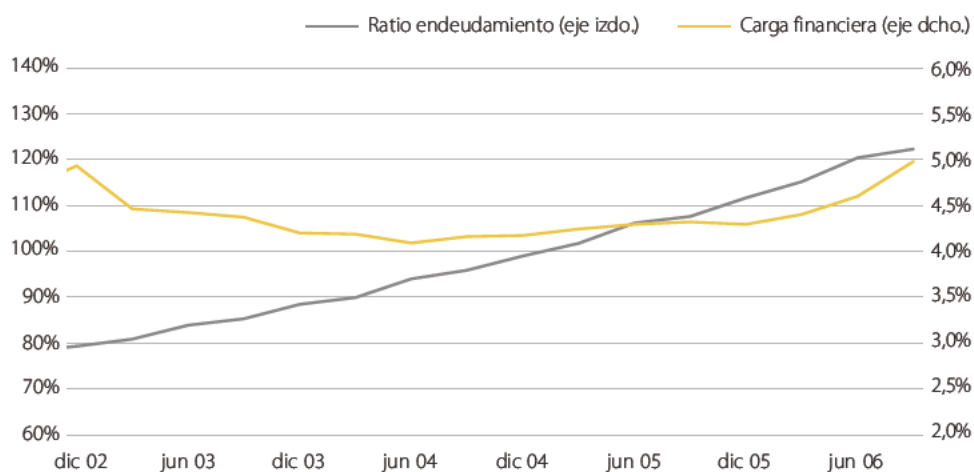


Fuente: INE y Datastream.

La financiación de la inversión de los hogares en vivienda provocó una fuerte acumulación de deuda durante los últimos años. En 2006, la *ratio* entre los préstamos a los hogares y su renta disponible bruta mantuvo una tendencia creciente. El 70% de los pasivos de los hogares está relacionado con la vivienda y, en su mayor parte, se trata de deuda referenciada a un tipo de interés variable. La combinación de un mayor endeudamiento y tipos de interés más elevados provocó que un mayor porcentaje de la renta se tuviera que dedicar a pagar la carga financiera. A medida que aumenten los costes de endeudamiento, los hogares españoles podrían ver reducida su capacidad de gasto (véase gráfico 1.15).

Endeudamiento¹ y carga financiera² de los hogares

GRÁFICO 1.15



Fuente: Banco de España, INE y elaboración propia.

1. Endeudamiento calculado como cociente entre los pasivos de las familias y su renta bruta disponible.
2. Carga financiera por intereses calculada como *ratio* entre los intereses pagados por los hogares y su renta bruta disponible. Intereses pagados estimados a partir del tipo de interés medio aplicado por las entidades de crédito.

El desequilibrio exterior y el reducido crecimiento de la productividad constituyen también riesgos para el crecimiento a medio plazo de la economía española. Así, el crecimiento del consumo y de la inversión por encima de la renta disponible fue posible gracias a un déficit por cuenta corriente que alcanzó el 8,8% del PIB nominal. Aunque la pertenencia de España a la zona euro facilita la financiación de este déficit, el futuro flujo de pagos a nuestros financiadores deberá realizarse a través del aumento de las exportaciones, si no se quiere incurrir en una venta masiva de activos nacionales en el futuro.

Para equilibrar las cuentas exteriores de la economía española es necesario aumentar su competitividad en los próximos años, y para lograr este objetivo, sin reducir la renta nacional disponible, es preciso aumentar su productividad. En la última década, la productividad creció por debajo de la media de la zona euro, tanto en términos de productividad media por empleado como de productividad total de los factores. La razón fundamental del menor crecimiento de la productividad del trabajo es la rápida incorporación de un gran número de personas al mercado laboral en sectores de baja productividad tales como la construcción o servicios de escasa cualificación, mientras que tras la débil pulsación de la productividad total de los factores se encuentran carencias tecnológicas y formativas, así como un crecimiento basado en actividades de desarrollo tecnológico medio.

Para aumentar la productividad y la competitividad de la economía española, se han establecido planes públicos, tales como el Plan Nacional de Reformas, que buscan aumentar la infraestructura pública, la investigación, el capital humano, proteger la competencia en los mercados y fomentar la actividad empresarial. Además, el *stock* de capital por empleado tendrá que converger en el futuro con el del resto de la zona euro para aumentar la productividad por trabajador, ya que aunque ha crecido durante los últimos años, la distancia sigue siendo significativa¹¹. Financiar la inversión necesaria precisará de nuevos flujos de capital procedentes del resto del mundo.

1.2.3 Decisiones financieras de los agentes económicos

El comportamiento de los agentes económicos en el ámbito financiero siguió, en líneas generales, las pautas del año anterior. Así, en lo que se refiere a la financiación empresarial, hay que resaltar la escasa incidencia de los mercados en la captación de recursos para las empresas no financieras, en contraste con su significativo papel para el sector financiero, mientras que en el ámbito de la inversión financiera cabe reseñar de nuevo el elevado volumen de las adquisiciones netas de activos financieros nacionales por parte de los no residentes, concentradas en los valores de renta fija. Las variaciones más significativas fueron las observadas en el comportamiento de los hogares, que se vio afectado por los cambios en el tratamiento fiscal de los rendimientos de los activos financieros contemplados en la nueva ley del IRPF¹², aun cuando ésta entró en vigor en 2007.

11. Según la base de datos de la Comisión Europea *Annual Macro Economic Data Base*, el stock de capital por empleado en 2006 era de 128.000 euros, mientras que la media de la zona euro era de 182.000. Desde 1999, esta cifra se incrementó en un 9,4% en España y en un 9,0% en la zona euro.

12. Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los impuestos sobre Sociedades, sobre Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio.

Adquisición neta de pasivos financieros de las empresas no financieras

CUADRO 1.3

Importe en millones de euros

	2002	2003	2004	2005	2006 ¹	Var. % 06/05 ²
Valores distintos de acciones	2.340	1.271	154	242	694	388,3
Valores a corto plazo	1.263	799	418	422	894	
Valores a largo plazo	1.077	473	572	180	200	
Préstamos	60.788	70.348	77.227	139.770	162.556	72,7
Préstamos a corto plazo	5.517	3.185	21.120	41.558	27.297	9,5
Préstamos a largo plazo	55.272	67.163	56.107	98.213	135.259	111,5
Acciones y otras participaciones	43.164	40.199	38.710	29.091	19.165	12,9
Acciones cotizadas	1.134	1.220	934	2.252	4.005	124,7
Acciones no cotizadas	27.586	24.318	15.732	14.351	5.426	0,6
Otras participaciones (excluidos fondos)	14.444	14.662	22.044	12.487	9.734	0,8
Reservas técnicas de seguro	1.606	228	449	293	100	61,9
Otras cuentas pendientes de pago	36.967	47.395	54.761	65.100	45.083	9,3
Total	136.974	156.443	170.094	233.427	227.399	41,5

Fuente: Banco de España, "Cuentas financieras de la economía española".

1. Datos para los tres primeros trimestres de 2006.

2. Variación porcentual de los tres primeros trimestres de 2006 respecto al mismo periodo del año anterior.

Durante los tres primeros trimestres de 2006, las empresas no financieras generaron internamente un volumen de recursos disponibles para la financiación (ahorro bruto más transferencias netas de capital) similar al obtenido en el mismo periodo del año anterior, pero incrementaron de modo sustancial sus inversiones tanto en bienes de capital como en activos financieros, especialmente en la adquisición de participaciones en el capital de otras compañías. Entre enero y septiembre de 2006, la formación bruta de capital del sector se incrementó en un 9,7% respecto al mismo periodo del año anterior, mientras que la inversión neta en activos financieros lo hizo en un 39,6%. Más de dos tercios del aumento correspondió a acciones u otras participaciones. Como consecuencia de ello, se produjo un fuerte crecimiento de la captación de recursos externos, hasta el punto de que su volumen durante el periodo indicado se aproximaba al de todo 2005 (véase el cuadro 1.3).

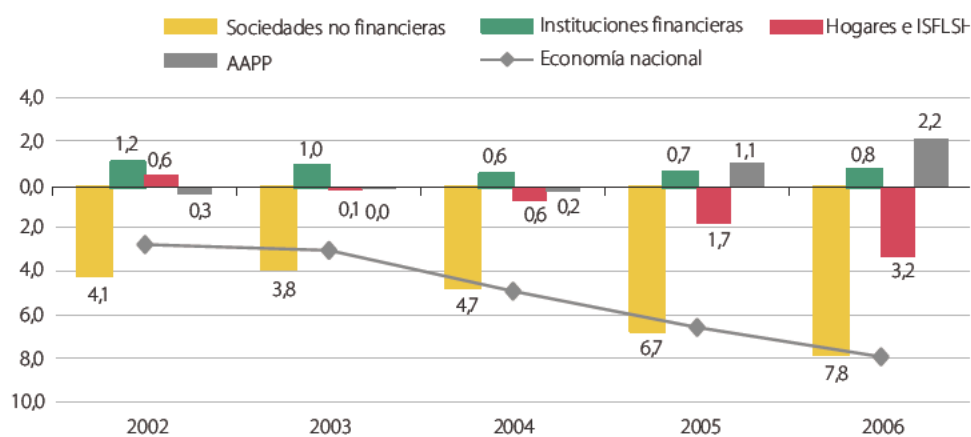
Los mercados de valores desempeñaron, como se ha indicado, un papel muy reducido en la financiación de las empresas no financieras. La permanencia, todavía, de bajos tipos de interés y el favorable impacto de los resultados en la *ratio* de endeudamiento y en la solvencia de las empresas propiciaron el recurso a la deuda, canalizado fundamentalmente mediante préstamos bancarios. Las emisiones de valores de renta fija apenas supusieron el 0,3% del total. En cuanto a la financiación mediante la emisión de acciones y otras participaciones en el capital, las empresas no financieras obtuvieron por esta vía el 8,4% de sus nuevos recursos externos. Las acciones cotizadas aportaron algo más de la quinta parte de los recursos dentro de este apartado y un 1,8% respecto al total.

Considerando las instituciones financieras en su conjunto, los datos disponibles hasta el tercer trimestre sugieren un crecimiento más moderado de la nueva financiación dirigida a este sector, pero también un notable aumento de la captación mediante emisiones de valores. En particular, los recursos captados mediante emi-

siones de renta fija supusieron casi la mitad del total durante el periodo indicado, frente a un 39,9% en el mismo periodo de 2005. Como viene ocurriendo durante los últimos años, la financiación del mercado hipotecario fue el principal motor de la actividad emisora de las instituciones financieras, entre las que destacaron especialmente los fondos de titulización (véase el capítulo 3 para un mayor detalle).

Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación de la economía española en porcentaje sobre el PIB

GRÁFICO 1.16



Fuente: Banco de España, "Cuentas financieras de la economía española".

1. Los datos correspondientes a 2006 se calculan como suma de los tres primeros trimestres de dicho ejercicio y el cuarto trimestre de 2005.

Los no residentes vienen desempeñando un papel esencial en la financiación de la economía española debido al desequilibrio entre el ahorro generado por los sectores residentes y sus inversiones (véase el gráfico 1.16). El pasado ejercicio no fue una excepción, si bien las adquisiciones netas de activos financieros nacionales por parte de este sector aumentaron con menor intensidad que en 2005, como se aprecia en el cuadro 1.4.

Adquisición neta de activos financieros del sector no residente

CUADRO 1.4

Importe en millones de euros

	2002	2003	2004	2005	2006 ²	Var. % 06/05 ³
Efectivo y depósitos ¹	28.941	54.135	14.140	51.282	7.901	
Valores distintos de acciones	31.150	41.383	104.055	141.700	158.925	65,9
Préstamos	21.806	21.743	10.559	18.365	26.288	108,9
Acciones y otras participaciones	29.282	8.613	22.866	7.418	765	
Acciones cotizadas	707	7.220	6.110	5.191	8.054	
Acciones no cotizadas	20.299	8.325	9.473	10.543	3.192	4,4
Otras participaciones (excluidos fondos)	6.054	7.013	6.672	5.551	3.555	14,6
Participaciones en fondos de inversión	3.637	495	612	3.485	542	
Otras cuentas pendientes de cobro	1.753	2.661	4.158	5.042	4.074	6,0
Total	112.931	128.536	155.779	223.807	180.621	17,0

Fuente: Banco de España, "Cuentas financieras de la economía española".

1. Incluye oro monetario y derechos especiales de giro (DEG).

2. Datos para los tres primeros trimestres de 2006.

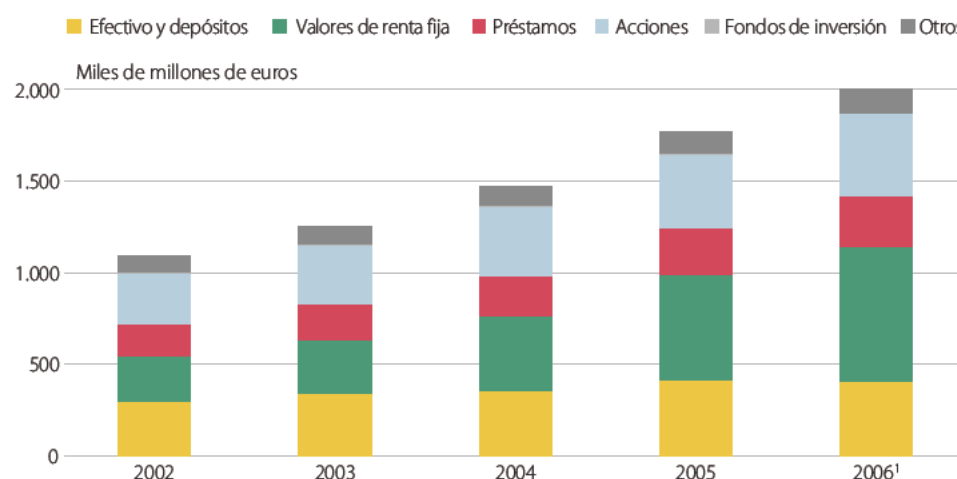
3. Variación porcentual de los tres primeros trimestres de 2006 respecto al mismo periodo del año anterior.

Como ya había ocurrido en 2004 y 2005, las nuevas inversiones financieras de los no residentes se concentraron en valores de renta fija, que supusieron en torno al 88% del total invertido durante los tres primeros trimestres del año. Así pues, los no residentes continuaron desempeñando también un papel de gran relevancia en la actividad de los mercados de valores (véanse el gráfico 1.17 y el Anexo I.3). Cabe señalar, además, que su actividad en los mercados secundarios siguió siendo destacada¹³.

En cuanto a las decisiones financieras de los hogares, los datos del periodo enero-septiembre apuntan hacia un menor crecimiento de sus adquisiciones netas en activos financieros respecto a años anteriores (véase el cuadro 1.5). Debe señalarse que el sector continuó manteniendo una tasa de inversión en activos inmobiliarios todavía elevada a pesar de su desaceleración y generó, por segundo año consecutivo, menos ahorro que el año anterior¹⁴. Estas dos circunstancias, más el fuerte crecimiento del endeudamiento del sector durante los últimos años y el reciente incremento de la carga financiera, parecen haber propiciado una mayor moderación de la inversión en activos financieros.

Activos financieros españoles del sector no residente

GRÁFICO 1.17



Fuente: Banco de España, "Cuentas financieras de la economía española".

1. En 2006, saldos correspondientes al tercer trimestre.

Como se ha indicado, las decisiones financieras de los hogares se vieron afectadas por el nuevo marco fiscal previsto a partir de 2007. En particular, el incremento anunciado en el tipo impositivo de las plusvalías generadas por las acciones y los fondos de inversión favoreció la anticipación de las ventas y limitó las nuevas inversiones en estos instrumentos. Así, los datos del periodo enero-septiembre muestran una posición netamente vendedora en acciones cotizadas y un sustancial descenso de las adquisiciones netas en fondos de inversión (véase el cuadro 1.5). Por el contrario, se aprecia un sustancial aumento de los depósitos y de los valores de renta fija, instrumentos que, con la ley vigente en 2006, estaban en desventaja respecto a

13. A cierre de ejercicio, los no residentes acumulaban el 49% del saldo vivo de la deuda pública anotada. En el mercado secundario de renta variable sus transacciones supusieron el 57% del importe total, con datos del periodo enero octubre (véanse Anexos I.4 y I.5).

14. Durante el periodo considerado, la formación bruta de capital de los hogares aumentó un 13% (un 29,7% en 2005), mientras que su ahorro bruto disminuyó en un 13,9% (un 0,7% en 2005).

Adquisición neta de activos financieros de los hogares¹

CUADRO 1.5

Importe en millones de euros

	2002	2003	2004	2005	2006 ²	Var. % 06/05 ³
Efectivo y depósitos ¹	36.701	29.202	42.953	54.604	51.778	49
Valores distintos de acciones	3.850	873	895	3.138	6.227	96,6
Acciones y otras participaciones	6.057	22.425	16.796	17.102	1.003	
Acciones cotizadas	2.396	825	229	92	5.861	
Acciones no cotizadas	392	4.540	1.626	70	1.802	
Otras participaciones (excluidos fondos)	1.482	819	2.786	401	1.077	247,8
Participaciones en fondos de inversión	1.788	17.890	12.850	17.001	5.295	63,6
Accs. emitidas por sociedades de inversión	0	0	237	321	288	
Reservas técnicas de seguro ⁴	18.248	14.105	15.058	16.813	7.463	24,8
Otras cuentas pendientes de cobro	2.028	3.580	5.222	3.907	3.141	15,0
Total	62.827	70.185	80.923	95.565	67.607	7,3

Fuente: Banco de España, "Cuentas financieras de la economía española".

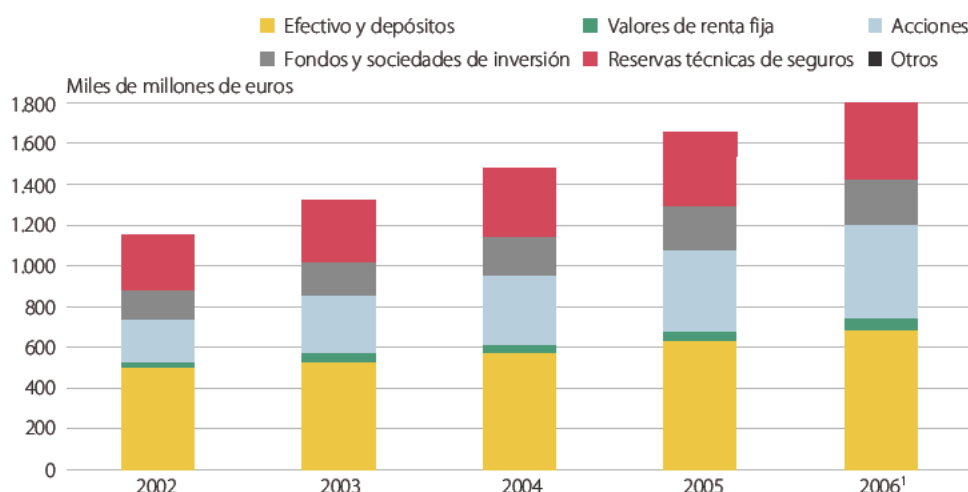
1. Incluye a las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.
2. Datos para los tres primeros trimestres de 2006.
3. Variación porcentual de los tres primeros trimestres de 2006 respecto al mismo periodo del año anterior.
4. Incluye planes de pensiones.

las acciones y los fondos de inversión en cuanto a su fiscalidad y que con la nueva ley obtienen un tratamiento equiparable.

El patrimonio financiero de los hogares aumentó un 8,7% hasta el tercer trimestre como consecuencia, casi por mitades, de la adquisición neta de activos y de la revalorización de la cartera. Como sugiere el gráfico 1.18, no se alteró sustancialmente su composición (véase Anexo I.2 para un mayor detalle). Las tenencias en efectivo y los depósitos suponían el 38,3% del total, las de valores de renta fija el 3% y las de acciones el 25,3%. El peso de la inversión colectiva y de las reservas técnicas de seguros y fondos de pensiones se redujo ligeramente, situándose en el 12,6% y el 14%, respectivamente.

Activos financieros españoles de los hogares

GRÁFICO 1.18



Fuente: Banco de España, "Cuentas financieras de la economía española".

1 En 2006, saldos correspondientes al tercer trimestre.

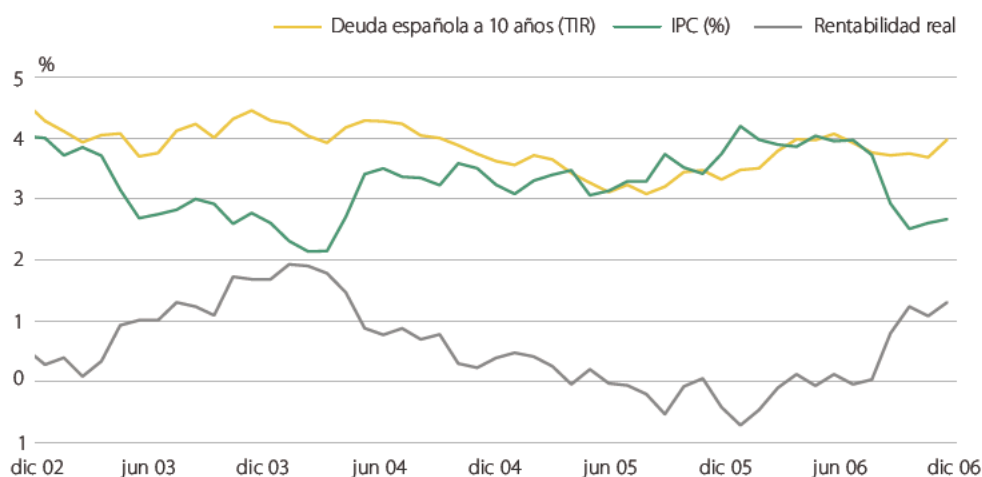
1.2.4 Evolución de los mercados españoles

El entorno económico internacional y la evolución de la economía española proporcionaron un marco razonablemente positivo para el mercado nacional de renta variable y algo menos para el de renta fija.

Los mercados monetarios y de renta fija españoles tuvieron una evolución paralela a la de los mercados de la zona euro. Los tipos de interés a corto plazo se elevaron de forma sostenida durante todo el año¹⁵, hasta llegar a niveles parecidos a los del primer semestre de 2002. Las rentabilidades de la deuda a medio y largo plazo aumentaron de modo continuado hasta julio. A partir de entonces, y conforme se reducían las expectativas inflacionistas por el abaratamiento del precio del petróleo, se entró en una fase de descenso, pese a la cual el año finalizó con rentabilidades superiores a las del cierre de 2005. Esta evolución de las rentabilidades y la contención de la inflación registrada durante el ejercicio propiciaron que los tipos de interés reales a largo plazo volvieran a ser positivos a partir de agosto, después de haber sido negativos gran parte de 2005 y 2006 (véase gráfico 1.19).

Rentabilidad de la deuda a largo plazo

GRÁFICO 1.19

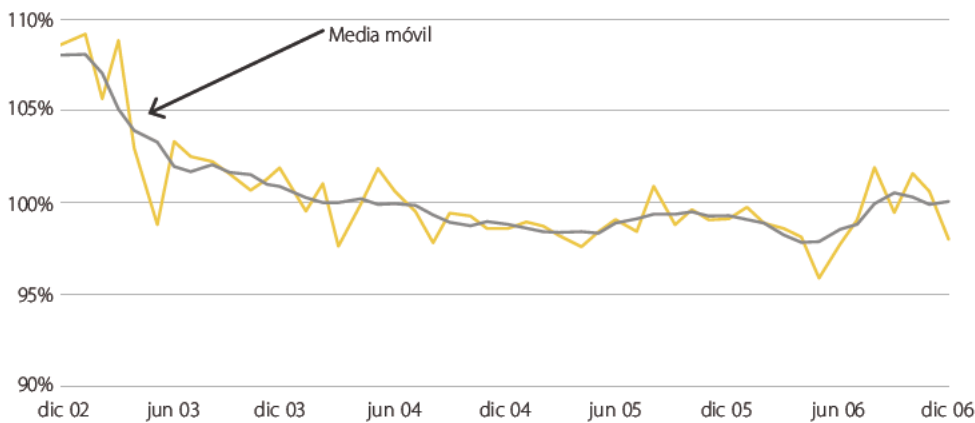


Fuente: Datastream y elaboración propia.

La aversión al riesgo del inversor en renta variable española, medida a través de la prima de aseguramiento en el mercado de derivados, se mantuvo en 2006 en niveles relativamente bajos (véase gráfico 1.20). Esta situación es consistente con la buena situación económica general y refuerza la demanda de activos con riesgo por parte de los inversores.

En el caso de la renta variable, la favorable evolución de los beneficios empresariales y el aumento de las fusiones y adquisiciones impulsaron el crecimiento de los precios. El índice Ibex 35 alcanzó una revalorización del 31,8% en 2006, pese a la severa corrección que, al igual que las principales bolsas internacionales, sufrió la bolsa española en mayo-junio por la reanimación de las expectativas de subida de

15. En el plazo de tres meses, en torno a 1,5 puntos porcentuales.



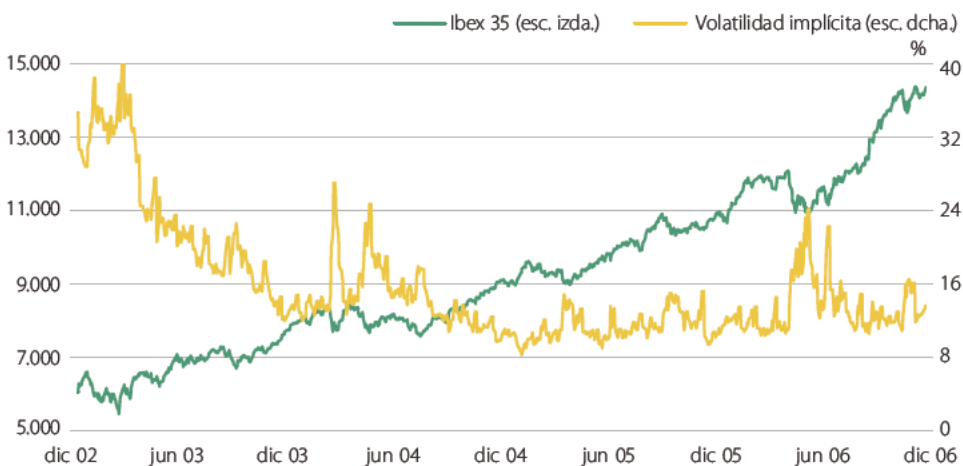
1. Indicador Spline. Ver "La aversión al riesgo en el mercado español de renta variable y sus determinantes." Monografías CNMV. N.º 9. 2005.

los tipos de interés en Estados Unidos Este resultado supone la prolongación por cuarto año consecutivo de la etapa alcista. Aunque las subidas fueron generalizadas, se pueden destacar las de las empresas relacionadas con la vivienda, ya que el índice de construcción tuvo un crecimiento del 61,0% y el de inmobiliarias un 111,2%.

La volatilidad en la bolsa española se mantuvo en niveles moderados salvo en el periodo aludido, a mediados de año, en el que se elevó sensiblemente (véase gráfico 1.21). Pese al alza de las cotizaciones bursátiles registrada durante el año, la *ratio* precio sobre beneficios esperados se mantiene aún por debajo de su media histórica para el Ibx 35, aunque sí es ligeramente superior a los de otros índices de la zona euro¹⁶.

Evolución del Ibx 35 y de su volatilidad implícita¹

GRÁFICO 1.21



Fuente: MEFF.

1. Volatilidad implícita publicada por MEFF para el contrato derivado con fecha de vencimiento más cercana.

16. Según datos de IBES Datastream, al cierre del año la *ratio* PER del Ibx 35 era de 14,3, inferior a su media histórica de 16,3. Sin embargo, esta *ratio* era superior al de otros índices europeos como el DJ Euro Stoxx 50, que se situaba en el 11,9.

Debe destacarse que la rentabilidad para los accionistas no provino únicamente de la revalorización de los valores, sino que se incrementó de nuevo la remuneración a los mismos de manera directa (véase cuadro 1.6). Esta evolución es coherente con la tendencia a aumentar los dividendos y otras formas de pagos a los accionistas iniciada tras el estallido de la burbuja tecnológica, durante la cual se había primado la política de retención de beneficios para la creación de valor. Así, los dividendos repartidos aumentaron en un 50,2% en 2006¹⁷ y el conjunto de las remuneraciones a los accionistas en un 19,6%. Analizando la política de remuneración de las empresas del Ibex 35, se observa que la rentabilidad adicional por los dividendos distribuidos fue del 4,3% en 2006¹⁸ (véase gráfico 1.22).

Remuneración a los accionistas¹

CUADRO 1.6

Millones de euros

	Dividendos	Devolución de primas de emisión	Reducción de nominal con devolución de aportaciones	Total	Total/capitalización año anterior (%)
2000	7.011,7	51,2	323,4	7.386,4	1,6
2001	8.474,4	42,0	217,2	8.733,6	1,7
2002	8.446,8	28,8	223,8	8.699,3	1,8
2003	9.411,5	2.480,8	273,0	12.165,2	3,3
2004	11.678,0	2.288,8	208,5	14.175,4	3,1
2005	14.435,7	4.463,8	224,0	19.123,5	3,4
2006 ²	21.678,3	429,4	761,2	22.869,0	3,5

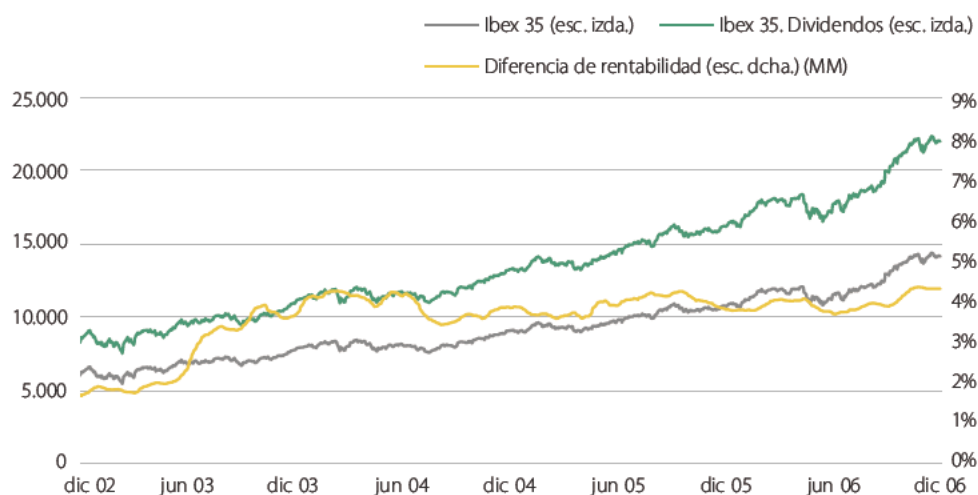
Fuente: Bolsas y Mercados Españoles. Informe de mercado 2006.

1. Datos de sociedades admitidas en la Bolsa de Madrid.

2. De enero a noviembre de 2006.

Evolución de los dividendos de las empresas pertenecientes al Ibex 35¹

GRÁFICO 1.22



Fuente: Sociedad de bolsas.

1. Diferencia de la rentabilidad anual entre el Ibex 35 con dividendos y el Ibex 35. Media móvil mensual.

17. Datos hasta noviembre de 2006.

18. Esta rentabilidad adicional se estima como la diferencia en la rentabilidad anual entre el índice Ibex 35 con dividendos, el cual reinvierte los mismos, y el Ibex 35 estándar, que no lo hace. En 2005, esta diferencia había sido del 3,8%.

II Mercados y emisores

En este capítulo se describe la actividad en las bolsas de valores españolas y en los sistemas organizados nacionales de negociación de acciones. Se detallan su evolución en términos de empresas negociadas, el valor de las mismas, la negociación de sus títulos a través de estos mercados y las operaciones financieras sobre las mismas.

El precio de las acciones admitidas a negociación en las bolsas aumentó por cuarto año consecutivo. Esta revalorización influyó claramente en las cifras de capitalización y contratación que se muestran a continuación, aunque no explica por sí sola la evolución de los mercados de valores.

El año 2006 fue un año rico en operaciones corporativas. Así, se produjo una considerable actividad de opas para la toma de control de empresas, hubo un elevado número de salidas a bolsa y ampliaciones de capital y se produjo la exclusión de negociación de varias empresas del mercado continuo.

Además, se produjeron dos novedades destacables en las estructuras de mercado españolas. Por una parte, comenzó a funcionar un sistema organizado de negociación para las SICAV conocido como Mercado Alternativo Bursátil y, por otra parte, se admitió a la negociación en el mercado a cinco fondos índice.

2.1 Tamaño del mercado

2.1.1 Capitalización bursátil

La capitalización de las bolsas españolas aumentó en un 26,5% en 2006, hasta alcanzar los 831.577,6 millones de euros. Este incremento se produjo principalmente por el aumento del precio de las acciones, la admisión a negociación de varias empresas y la actividad emisora. Estas variables compensaron la reducción del valor producida por la exclusión de varias empresas, entre ellas Telefónica Móviles, y el paso de 2.348 SICAV al Mercado Alternativo Bursátil (MAB), un sistema organizado de negociación especializado en este tipo de sociedades (véase cuadro 2.1).

La capitalización por sectores (véase cuadro 2.2) reflejó en términos generales la evolución de los precios de las empresas, especialmente en el de energía y agua, que incluye a las empresas eléctricas, y el de inmobiliarias. El sector de minería y metálicas básicas creció además por la incorporación a negociación en la bolsa española de Mittal Steel. Los únicos sectores que tuvieron una caída en el valor de su capitalización fueron el de transportes y comunicaciones, por la exclusión de Telefónica Móviles, y el de las SICAV, por el paso de un gran número de ellas al MAB.

Capitalización de la renta variable en las bolsas españolas

CUADRO 2.1

Importe en millones de euros

	2003	2004	2005	2006	% var. 06/05
Total bolsas	464.499,7	560.271,7	657.132,1	831.577,6	26,5
Mercado continuo	433.971,0	525.695,1	616.684,7	813.764,7	32,0
Nacional	384.338,6	470.960,6	552.370,1	708.163,8	28,2
Extranjero ²	49.632,4	54.734,6	64.312,7	105.600,9	64,2
Corros³	30.139,9	34.284,0	40.140,1	17.420,2	56,6
de los que SICAV ⁴	24.915,3	28.972,7	33.997,6	9.514,9	72,0
Madrid	23.146,8	21.278,8	24.936,2	9.946,4	60,1
Barcelona	5.216,5	8.392,5	10.086,7	7.370,3	26,9
Bilbao	3.467,8	2.472,3	2.919,5	1.532,4	47,5
Valencia	3.182,3	4.910,8	4.832,0	2.858,7	40,8
Segundo mercado	388,8	292,5	307,4	392,7	27,7

Fuente: CNMV.

1. Se incluye únicamente la capitalización de empresas que hayan tenido negociación durante el año.
2. No incluye Latibex ni ETF.
3. La capitalización de las empresas negociadas enorros en más de un mercado se recogen en cada uno de los mercados, con su precio correspondiente. En el total Corros se recogen únicamente una vez.
4. Sólo incluye aquellas sociedades de inversión registradas como IIC admitidas en las bolsas.

Sociedades cotizadas por sectores a 31/12¹

CUADRO 2.2

Capitalización en millones de euros

Sector	2005	2006	2005	2006	% var. 06/05
Petróleo	2	2	40.460,5	47.880,6	18,3
Energía y agua	11	11	74.707,0	105.748,8	41,6
Minería y metálicas básicas	10	11	18.278,0	66.774,4	265,3
Cementos y mat. construcción	6	5	4.195,3	6.093,0	45,2
Químicas	4	4	25.789,5	29.389,3	14,0
Textil y papeleras	20	20	20.829,2	33.302,4	59,9
Metal mecánica	14	16	35.552,3	36.001,6	1,3
Alimentación	18	17	19.049,6	21.093,2	10,7
Construcción	7	7	36.968,8	59.518,4	61,0
Inmobiliarias	30	30	21.582,6	50.165,9	132,4
Transportes y comunicaciones	9	7	121.302,0	103.726,7	14,5
Otros no financieros	22	21	33.831,3	40.745,5	20,4
Total sector no financiero	153	151	452.546,0	600.439,8	32,7
Bancos	15	15	163.142,2	210.899,9	29,3
Seguros	2	2	5.099,1	7.379,2	44,7
Sociedades de cartera	15	15	2.322,1	3.314,0	42,7
SICAV ²	3.112	745	34.022,7	9.542,7	72,0
Entidades de financiación	1	1	0	1,9	
Total sector financiero	3.145	778	204.586,1	231.137,7	13,0
Total	3.298	929	657.132,1	831.577,6	26,5

Fuente: CNMV.

1. No incluye sociedades negociadas en Latibex ni en el MAB. Capitalización a final del periodo.
2. Incluye únicamente las SICAV que cotizan en las bolsas. Por lo tanto no considera aquellas SICAV que al final de 2006 se habían trasladado al SON MAB y sí considera una SICAV que se negocia a través del mercado continuo.

En el cuadro 2.3 se observa cómo la capitalización de la renta variable sigue muy concentrada, ya que una gran parte del valor total de la misma se debe a un número pequeño de valores. Sin embargo, la exclusión de negociación de Telefónica Móviles, la cuarta empresa en términos de valor en 2005, aumentó en dos el número de empresas necesarias para alcanzar el 50% de la capitalización, que pasó de 8 a 10. Las empresas componentes del Ibex 35 supusieron el 69,4% del valor total de las acciones negociadas en la bolsa.

Concentración de la capitalización de la renta variable¹

CUADRO 2.3

Número de empresas necesarias para alcanzar un determinado porcentaje

	2005				2006			
	25%	50%	75%	100%	25%	50%	75%	100%
Total bolsas	2	8	23	3.298	3	10	24	931
Mercado continuo	3	8	20	126	3	9	23	135
Nacional	3	7	19	121	3	7	21	129
Extranjero ²	1	2	2	5	1	2	3	6
Corros	16	149	764	3.158	3	15	115	784
Segundo mercado	1	2	3	14	1	2	2	12

Fuente: CNMV.

1. Capitalización a final de cada ejercicio.

2. No incluye Latibex, MAB ni ETF.

La capitalización de las empresas admitidas en las bolsas españolas tenía un valor equivalente al 85,2% del PIB nominal y su contratación al 117,8%. Estas cifras sitúan a España en una situación similar a los países europeos cuyas bolsas están integradas en Euronext y claramente por encima de Alemania e Italia. Dentro de la Unión Europea, el mercado londinense es el más importante en términos relativos a su economía y en términos absolutos (véase cuadro 2.4).

Capitalización y contratación bursátil en relación al PIB nominal

CUADRO 2.4

%

	Capitalización		Contratación	
	2005	2006	2005	2006
Nueva York	106,9	116,4	113,4	164,5
Estados Unidos ¹	136,5	147,7	199,1	258,2
Tokio	107,6	108,3	99,1	133,5
Londres	145,4	150,3	255,6	317,6
Euronext ²	86,3	101,4	88,2	108,4
Alemania	46,3	53,8	55,3	93,8
Italia	47,7	52,7	54,9	85,2
España	72,6	85,2	94,3	117,8

Fuente: Federación Internacional de Bolsas de Valores, Datastream y CNMV.

1. El numerador es la suma de NYSE, Nasdaq y American SE.

2. El denominador es la suma del PIB nominal de Francia, Holanda, Bélgica y Portugal.

2.1.2 Sociedades cotizadas

Sin considerar las SICAV negociadas en corros, el número de sociedades cotizadas en las bolsas a finales de 2006 era de 185 empresas, dos menos que al terminar el año anterior (véase cuadro 2.5). El descenso en el número de empresas cotizadas se debió principalmente a las exclusiones de negociación en empresas distintas a las IIC cotizadas en corros. Como se ha indicado, 2.348 SICAV cambiaron su forma de cotización, pasando del mercado oficial al MAB, un nuevo sistema organizado de negociación.

En el mercado continuo se produjo la entrada de 12 empresas, entre las cuales destacaban por su capitalización Mittal Steel, Astroc y Bolsas y Mercados Españoles. En su mayor parte, las nuevas incorporaciones cotizaban por primera vez en las bolsa (véase apartado 2.2, para una mayor información).

En el mercado de corros y en el segundo mercado se produjo una importante caída en el número de sociedades cotizadas. Sin considerar las SICAV, cuyo éxodo al MAB se debe a motivos que se explicarán en el apartado 2.5.2, el número de empresas negociadas en corros pasó de 47 a 38, y en el segundo mercado de 14 a 12. Esta reducción forma parte de una tendencia histórica, caracterizada por el hecho de que la mayoría de las empresas que deciden cotizar en bolsa prefieren acudir directamente al mercado electrónico.

Sociedades cotizadas en las bolsas españolas¹

CUADRO 2.5

	Total bolsa		Mercado continuo			Corros		Segundo mercado
	Total bolsa	Ex SICAV ⁴	Total	Nacional	Extranjero	Ex SICAV	SICAV ⁴	
Número total de sociedades								
Admitidas a 31/12/05	3.298	187	126	121	5	47	3.111	14
Admitidas a 31/12/06	929	185	135	129	6	38	744	12
Altas en 2006	35	13	12	11	1	1	22	0
Nuevas admisiones	33	11	11	10	1	0	22	0
Altas por fusión ²	0	0	0	0	0	0	0	0
Cambios de mercado	2	2	1	1	0	1	0	0
Bajas en 2006	2.404	15	3	3	0	10	2.389	2
Exclusiones ³	2.395	9	2	2	0	6	2.386	1
Exclusiones por fusión ²	7	4	1	1	0	3	3	0
Cambio de mercado	2	2	0	0	0	1	0	1
Variación neta 2006	2.369	2	9	8	1	9	2.367	2

Fuente: CNMV.

1. No incluye Latibex ni MAB.

2. Se consideran únicamente fusiones con otras sociedades cotizadas.

3. Las 2.348 bajas de las SICAV por cambio de mercado se refieren a las que pasaron al Sistema Organizado de Negociación MAB.

4. Se están considerando únicamente las SICAV negociadas en corros.

2.1.3 Exclusiones de negociación

Sin considerar a las IIC que trasladaron su negociación al MAB, en 2006 se produjeron 54 exclusiones de negociación¹, siendo cuatro de ellas por fusión con otra sociedad cotizada.

En el mercado continuo se produjo la mencionada exclusión de Telefónica Móviles, que había sido admitida en 2000, por la fusión con su sociedad matriz Telefónica. Además, tras sendas opas, abandonaron la negociación en los mercados Transportes Azkar y Cortefiel. Comparando estos datos con los de 2005, se observa una reducción en la actividad de las entidades de capital-riesgo encaminada a la exclusión de empresas negociadas.

Se produjeron 2.398 exclusiones en el mercado de viva voz. De ellas, 2.348 correspondieron a las SICAV que se trasladaron al MAB. Sin considerar éstas, 50 fueron las sociedades que se excluyeron de la negociación y antes se negociaban en el mercado de corros.

En términos de capitalización respecto al cierre de 2005, la mayor exclusión fue la de Telefónica Móviles, que suponía un 6,2% del valor del mercado continuo en diciembre de 2005, mientras que las otras dos empresas excluidas del mercado electrónico apenas suponían un 0,3% del mismo. Las 9 empresas que no eran SICAV excluidas del mercado de corros representaban un 3,2% de la capitalización de este mercado al cierre de 2005.

Atendiendo a las causas que provocaron las exclusiones en 2006, algo menos de la mitad (40,7%) se debieron a la baja voluntaria de algunas SICAV en el Registro Administrativo de Instituciones de Inversión Colectiva. Un 22,2% de las exclusiones fue motivado por la disolución y liquidación de las sociedades y un 7,0% por supuestos de fusión. En el año que nos ocupa se dieron siete casos a solicitud del emisor, tres por el denominado procedimiento intermedio, dos por opa y una por incumplimiento de las obligaciones de la sociedad emisora.

2.2 Admisiones, emisiones y ofertas públicas de venta

La captación de recursos financieros por parte de las empresas cotizadas y las ofertas públicas de venta de acciones aumentaron en 2006. Esta actividad de venta de valores se vio incentivada por la revalorización de los precios en los últimos años, por el encarecimiento de la financiación a través de la renta fija debido a la elevación de los tipos de interés comentada en el capítulo 1 y por las mayores facilidades administrativas establecidas por la regulación.

La simplificación en la información para la emisión y la venta de acciones

Los procedimientos exigibles para captar financiación a través de la emisión o venta de acciones han variado notablemente durante los últimos dos años. Así, la transposición de la Directiva de Folletos¹ supuso la modificación de la Ley del Mercado de Valores² y la aprobación del Real Decreto 1310/2005 en materia de admisión a negociación, ofertas públicas de venta (OPV) o suscripción (OPS) y folleto exigible. Con ello se ha eliminado en ciertas circunstancias la obligación de publicar un folleto por parte del emisor.

Así, el caso en que se realice una venta de valores o suscripción de los mismos que esté exclusivamente dirigida a inversores cualificados³, no tendrá la consideración de oferta pública, por lo que no habrá obligación de publicar el correspondiente folleto. Si un inversor cualificado realiza una reventa poste-

rior de dichos valores, se examinará la misma para analizar si se considera sometida a la exigencia de folleto.

En el caso de que las acciones emitidas sean de la misma clase que acciones ya admitidas a negociación, no será obligatorio publicar el folleto de admisión siempre que su importe sea inferior al 10% de estas últimas. Además, no será necesario el folleto si la admisión se relaciona con otra operación para la que ya se ha publicado una información que se considere suficiente o la empresa ya estaba admitida a cotización en un mercado de un Estado miembro de la Unión Europea.

Tanto en 2006, como en parte de 2005, las empresas cotizadas españolas procedieron a ampliar su capital según este procedimiento simplificado, que permite una mayor flexibilidad en sus operaciones. Así, por ejemplo el BBVA captó 3.000 millones de euros a través de una colocación entre inversores institucionales, sin precisar un folleto de emisión y bastando con una comunicación a la CNMV cuando se admitieron las acciones a cotización en la bolsa. Otro ejemplo fue la admisión a negociación en las bolsas españolas de la empresa Mittal Steel. Dado que esta empresa ya cotizaba en un Estado miembro de la Unión Europea, la entrada en los mercados españoles no precisó de la publicación de un folleto aprobado por la CNMV, sino que se valió del “pasaporte europeo” para comenzar a cotizar sin más trámites.

1. Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE.
2. Modificada en el Real Decreto Ley 5 /2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública.
3. El propio Real Decreto 1310/2005 define más exhaustivamente los inversores que son considerados como cualificados y la creación de un registro de los mismos. Además de este caso, existen otros supuestos en que la Ley del Mercado de Valores no obliga a la publicación de un folleto, como cuando esté dirigida la oferta a menos de 100 personas por Estado miembro, que su importe sea inferior a 2,5 millones de euros o que la inversión mínima sea superior a 50.000 euros.

Así, el capital captado a través de 80 ampliaciones de capital de empresas admitidas a cotización en las bolsas españolas durante 2006 fue de 26.506,9 millones de euros (véase cuadros 2.6 y 2.7). Este importe supone un fuerte incremento respecto a los años anteriores. En todo caso, hay que considerar que tres de estas ampliaciones, por un importe de 18.277,5 millones de euros, fueron realizadas por empresas europeas (Mittal Steel y EADS) cuyas actividades son supervisadas por otros Estados miembros².

En 2006 se produjeron 11 admisiones a cotización en las bolsas de nuevas empresas y se registró un intento por parte de Lanetro Zed que no se llevó finalmente a cabo. De ellas, una era la admisión de Mittal Steel que, al proceder de los Países Bajos, no precisaba folleto de admisión. De las empresas españolas que salieron a bolsa, cinco utilizaron únicamente OPV, una utilizó una OPS y cuatro lo hicieron a través de una combinación de ambas. Por el importe efectivo colocado, las principales salidas a bolsa fueron Bolsas y Mercados, Técnicas Reunidas, Grifols y Vocento.

Por sectores, los mayores valores por ampliaciones de capital y OPV se alcanzaron en el de minería y metálicas básicas, un 63,1% del total, debido a las ampliaciones de capital de la siderúrgica Mittal para la adquisición de Arcelor. Tras dicho sector, la gran actividad en construcción de vivienda en España se reflejó en las admisiones y ampliaciones de capital de empresas inmobiliarias que alcanzaron un total de 3.867,9 millones de euros.

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta¹

CUADRO 2.6

	Número de emisores		Número de emisiones	
	2005	2006	2005	2006
Ampliaciones de capital	37	53	51	80
De las cuales OPS ²	0	6	0	10
Con tramo nacional	0	6	0	9
Con tramo internacional	0	1	0	1
Ofertas públicas de venta (OPV)	1	10	2	15
De las cuales con tramo nacional	1	10	1	14
De las cuales con tramo internacional	1	3	2	3
Total	38	58	53	87
Pro memoria: salidas a bolsa				
Mediante OPV u OPS ²	1	11	2	17
Otras ³	0	1	0	1

Fuente: CNMV.

1. Se incluyen todas las operaciones registradas aunque no llegaran a realizarse. Únicamente se incluyen aquellas operaciones sobre valores que coticen o pretendan cotizar en mercados oficiales.
2. Oferta pública de suscripción de derechos, previa renuncia de los accionistas a su derecho de suscripción preferente.
3. Otras incluye la admisión a cotización en la bolsa española de Mittal Steel, que no precisó de folleto al estar admitida anteriormente en otro mercado oficial de la Unión Europea.

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta: importe efectivo¹

CUADRO 2.7

Importes en millones de euros		
	2005	2006
Ampliaciones de capital	3.097,5	26.506,9
De las cuales OPS ²		644,9
Con tramo nacional		613,6
Con tramo internacional		31,3
Ofertas públicas de venta (OPV)	157,1	2.458,7
De las cuales con tramo nacional	54,6	2.167,5
De las cuales con tramo internacional	102,5	291,3
Total	3.254,6	28.965,7
Pro memoria: salidas a bolsa		
Mediante OPV u OPS ²	157,1	3.103,7
Otras		6.620,0

Fuente: CNMV.

1. No se incluyen los importes registrados que no llegaron a realizarse. Únicamente se incluyen aquellas operaciones sobre valores que coticen o pretendan cotizar en mercados oficiales.
2. Oferta pública de suscripción de derechos, previa renuncia de los accionistas a su derecho de suscripción preferente.
3. Otras incluye la admisión a cotización en la bolsa española de Mittal Steel. El valor expuesto es el valor de su capitalización el 28/07/06.

2.3 Negociación

2.3.1 Negociación al contado

La contratación en las bolsas españolas durante todo 2006 fue de 1.149.930 millones de euros, superando por primera vez el billón de euros y aumentando un 34,7% respecto al año anterior. Este incremento se basó tanto en la revalorización de las acciones negociadas como en la propia actividad, ya que el número de órdenes y el de operaciones cruzadas en el mercado continuo aumentó en un 26,6% y un 34,2%, respectivamente.

Como es habitual, la mayor parte de la negociación se realizó a través del mercado continuo, cuya actividad creció en un 35,0%. La actividad en los mercados de viva voz descendió en un 9,9% debido a la migración de una gran parte de las SICAV al sistema organizado de negociación MAB. Si se agrega la negociación de estas IIC en 2006 de los dos mercados, la contratación habría aumentado en un 31,5%.

Contratación de la renta variable¹

CUADRO 2.8

Importes en millones de euros

	2003	2004	2005	2006	% var. 06/05
Total bolsas	493.765,3	641.742,4	853.588,1	1.149.930,3	34,7
Mercado continuo	489.307,3	636.527,4	847.663,7	1.144.562,9	35,0
Nacional	486.799,0	630.361,7	832.548,6	1.133.012,6	36,1
Extranjero	2.508,3	6.165,7	15.115,1	11.550,3	23,6
Corros	4.444,7	5.193,7	5.898,5	5.317,1	9,9
Madrid	3.009,8	3.316,0	3.671,1	3.231,5	12,0
Barcelona	871,1	1.123,6	1.560,2	1.192,3	23,6
Bilbao	147,5	212,7	241,7	403,1	66,8
Valencia	416,3	541,4	425,5	491,3	15,5
Segundo mercado	13,3	21,3	25,9	49,3	93,8

Fuente: CNMV.

1. No incluye Latibex, MAB ni ETF.

La modalidad de contratación más utilizada en el mercado continuo siguió siendo la realizada en sesión (véase cuadro 2.9). Dentro de ella, la operativa de bloques, utilizada especialmente por grandes inversores institucionales extranjeros, ganó de nuevo en peso relativo, aunque el aumento fue muy similar a las operaciones realizadas a través de órdenes, que sigue siendo la partida de mayor importancia.

El aumento de la actividad en el mercado continuo supuso que la rotación, medida como la *ratio* entre la contratación realizada y la capitalización media, tuviera un importante incremento durante el año, alcanzando el 162,7%. Sin embargo la profundidad del mercado, entendida como el porcentaje de la capitalización necesario para alterar el Ibex 35 en un 1%, se redujo ligeramente en 2006, aunque se mantuvo en niveles históricamente altos.

La contratación sobre los sectores de bancos y transportes y comunicaciones supone, por sí sola, el 54,0% del efectivo negociado durante 2006 (véase cuadro 2.10). Aunque la concentración de la contratación en estos sectores es alta, ésta se ha venido reduciendo en términos relativos los dos últimos años.

En términos de sociedades individuales (véase cuadro 2.11), la concentración de la contratación se redujo en el último año, ya que si en 2005 bastaban tres empresas para alcanzar el 50% de lo negociado, en 2006 fueron necesarias cuatro³. La empresa más negociada en 2006 fue BSCH, superando por primera vez a Telefónica. Las empresas pertenecientes al Ibex 35 al cierre del año suponían un 89,3% del total negociado en bolsa.

Contratación según modalidades en el mercado continuo¹

CUADRO 2.9

Importes en millones de euros

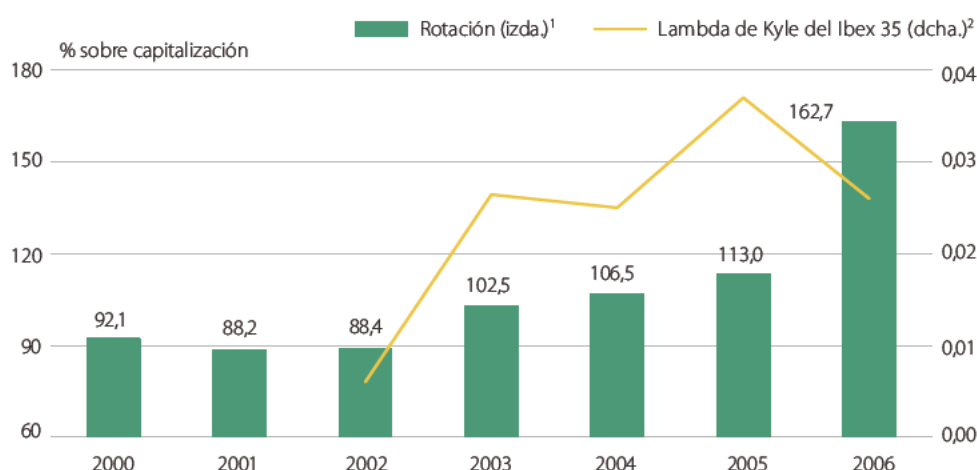
	2003	2004	2005	2006	% var 06/05
En sesión	455.745,8	599.874,2	798.934,52	1.081.224,9	35,3
Órdenes	272.384,1	353.532,0	488.416,30	659.351,0	35,0
Aplicaciones	60.127,7	71.360,1	82.403,14	106.491,1	29,2
Bloques	123.233,9	174.982,0	228.115,08	315.382,7	38,3
Fuera de hora	15.947,6	26.037,3	27.863,00	11.917,4	57,2
Autorizadas	3.009,8	1.367,2	4.773,43	4.454,8	6,7
Oper. LMV, art 36.4 ²	4.704,1	826,0	1,33	6.439,7	
OPA	4.823,7	1.698,8	6.682,77	18.094,6	170,8
OPV	417,4	3.057,2	226,35	3.264,0	1.342,0
Tomas de razón	747,8	278,5	2.298,89	10.399,2	352,4
Ejercicio de opciones	3.911,0	3.388,3	5.268,01	8.279,8	57,2
Operaciones de cobertura			1.615,44	2.315,6	43,3
Contratación total	489.307,3	636.527,4	847.663,7	1.146.389	35,2

Fuente CNMV.

1. No incluye datos para Latibex ni para MAB. Sí incluye datos de ETF.
2. Otras operaciones extraordinarias no sujetas a todas las reglas de funcionamiento del mercado secundario oficial pero que se comunican a los mismos.

Liquidez en el mercado continuo

GRÁFICO 2.1



Fuente: Sociedad de Bolsas y CNMV.

1. Ratio porcentual entre contratación total anual sobre promedio mensual de la capitalización.
2. Porcentaje de la capitalización necesario para alterar en un 1% el índice Ibex 35.

3. La nueva empresa dentro de este grupo es Endesa, cuya contratación aumentó un 78,3% en 2006, respecto al año anterior. Las otras tres empresas son BSCH, Telefónica y BBVA.

Distribución sectorial de la contratación bursátil

CUADRO 2.10

% respecto a la contratación total			
	2004	2005	2006
Bancos	37,8	35,3	34,4
Transportes y comunicaciones	22,9	21,3	19,6
Energía y agua	12,3	13,6	15,9
Petróleo	8,2	7,8	7,6
Construcción	3,0	3,9	4,0
Inmobiliarias	0,9	1,5	3,6
Alimentación	3,6	3,6	3,4
Resto de sectores ¹	11,4	13,0	11,5

Fuente: CNMV.

1. Resto de sectores incluye los sectores de minería y metálicas básicas, cementos y materiales de construcción, químicas, textil y papeleras, metal mecánica, otros no financieros, seguros, sociedades de cartera, SICAV y entidades de financiación.

Concentración de la contratación de la renta variable en las bolsas españolas¹

CUADRO 2.11

Número de empresas necesarias para alcanzar un determinado porcentaje²

	2005				2006			
	25%	50%	75%	100%	25%	50%	75%	100%
Total bolsas³	2	3	9	3.303	2	4	11	3.257
Mercado continuo	2	3	9	132	2	4	10	142
Nacional	2	3	8	126	2	4	10	138
Extranjero ¹	1	1	2	6	1	2	2	8
Corros	10	59	232	3.159	18	86	274	3.105
Segundo mercado	1	1	2	15	1	1	2	11

Fuente: CNMV.

1. No incluye Latibex, MAB ni ETF.
2. Numero total de sociedades sobre cuyas acciones hubo contratación efectiva en el año en cada mercado. Por lo tanto: (i) se excluyen aquellas empresas admitidas a negociación que no han presentado ninguna actividad de contratación, (ii) se incluyen aquellas empresas excluidas de negociación durante el año cuyas acciones hayan sido contratadas, y (iii) las empresas que han cambiado de mercado y hayan tenido actividad en los dos se recogen en ambos mercados con la contratación correspondiente.
3. El número de empresas en total bolsas puede ser menor que la suma del número de empresas en cada mercado, por la presencia de sociedades que han cambiado de mercado.

El número de miembros de las bolsas de valores, a través de los cuales se hace la negociación en las mismas, descendió nuevamente en 2006 hasta cerrar el año en 63⁴ (véase cuadro 2.12). De ellos, 37 eran sociedades de valores, 17 eran entidades de crédito y el resto agencias de valores. Aunque el 46,0% de los miembros sólo opera en una de las plazas, existen 6 entidades que tienen presencia en las cuatro⁵, dos más que el año pasado. La mayor parte de la actividad se concentra en un número reducido de miembros, ya que 8 de ellos intermediaron en el 50,3% del total.

4. 5 empresas que eran miembros en 2005 dejaron de serlo y surgieron 2 entidades nuevas.

5. Ahorro Corporación Financiera, BBVA, Banesto Bolsa, La Caixa, Renta 4 y Santander Investment Bolsa.

Miembros de las bolsas de valores

CUADRO 2.12

Mercados y emisores

Mercados de renta variable

	2005				2006			
	SV	AV	EC	Total	SV	AV	EC	Total
Bolsa de Madrid	32	8	13	53	31	6	14	51
Bolsa de Barcelona	21	6	7	34	21	3	9	33
Bolsa de Bilbao	6	1	2	9	7	1	3	11
Bolsa de Valencia	19	2	4	25	17	1	8	26
Total bolsas de valores ¹	38	12	16	66	37	9	17	63

Fuente: Boletines oficiales de cotización de las bolsas de valores.

1. El total no es igual a la suma de cada bolsa porque varios miembros cotizan en más de una de ellas.

2.3.2 Crédito para operaciones bursátiles y préstamo de valores

La regulación española del mercado de valores contempla dos procedimientos para la venta de valores en descubierto y uno para la obtención de crédito para su adquisición.

El crédito de títulos para la venta y el crédito de efectivo para la compra de valores se regulan a través de la Orden ministerial de 25 de marzo de 1991. Esta operativa está abierta a cualquier tipo de inversor, y se realizó para los valores que pertenecían al Ibex 35. Como ya ocurrió en 2005, este tipo de operaciones volvió a crecer durante el año, situándose el saldo vivo de los créditos para venta en 73,6 millones de euros y para compra en 70,1 millones.

El préstamo de valores se puede realizar sobre un grupo de valores más amplio y se permite, como los anteriores, para aumentar la liquidez en los mercados. Son los inversores institucionales, tanto nacionales como extranjeros, los que utilizan principalmente este método, cuya operativa creció el 39,8% en 2006. Sin embargo, al cierre del año el saldo vivo neto de préstamos se había reducido en un 7,0% respecto al último día de 2005⁶.

Crédito para venta de valores y préstamo de valores

CUADRO 2.13

Importes en millones de euros

	Crédito para venta de valores ¹		Préstamo de valores ²	
	Saldo vivo	Contratación	Saldo vivo ³	Contratación
2001	8,5	174,1	20.141,4	89.606,00
2002	7,8	161,2	14.125,3	106.983,20
2003	17,3	199,8	28.873,1	161.775,20
2004	18,2	139,2	54.518,5	306.056,70
2005	28,5	152,2	66.737,5	393.964,10
2006	73,6	379,9	62.058,2	550.850,39

Fuente: CNMV.

1. Operaciones realizadas al amparo de la Orden de 25/03/1991, sobre sistema de crédito en operaciones bursátiles de contado.

2. Reguladas en la Ley del Mercado de Valores, artículo 36,7, y la Orden ECO/764/2004.

3. Saldo total menos el importe represtado.

6. En términos relativos a la capitalización del mercado continuo, el saldo vivo de los préstamos de valores netos de préstamos fue del 7,6% al cierre de 2006, frente al 10,8% del año anterior.

Crédito para compra de valores¹

CUADRO 2.14

Importes en millones de euros		
	Saldos vivos	Contratación
2001	43,1	534,1
2002	31,5	382,9
2003	32,8	346,1
2004	46,7	401,8
2005	52,3	465,0
2006	70,1	511,9

Fuente: CNMV.

1. Operaciones realizadas al amparo de la Orden de 25/03/1991, sobre sistema de crédito en operaciones bursátiles de contado.

2.4. Ofertas públicas de adquisición de valores

En 2006 se autorizaron 21 ofertas públicas de adquisición⁷ (OPAs) de las que cuatro no finalizaron al producirse el desistimiento en régimen de competidoras (véase cuadro 2.15) y una se encontraba en fase de aceptación al cierre de 2006.

No se incluye en este apartado información relativa a otras cinco ofertas presentadas en 2006 cuya tramitación no se ha completado en ese año. Se trata de las ofertas sobre Sablia XXI, TelePizza para exclusión y Fadesa Inmobiliaria (ya autorizadas) y sobre Tafisa y Ayco Grupo inmobiliario (en fase de tramitación).

Ofertas públicas de adquisición de valores

CUADRO 2.15

Importes en millones de euros					
	2002	2003	2004	2005	2006
Autorizadas ¹					
Número	17	13	9	13	21
Importe potencial ²	5.589	7.535	2.048	7.511	62.615
Realizadas ³					
Número	17	12	9	9	14
Importe ⁴	4.318	4.335	1.973	6.822	18.997

Fuente: CNMV.

1. Autorizadas en el ejercicio.
2. No incluye el importe potencial de las operaciones en que hubo desistimiento. La oferta sobre Endesa se incluye por su importe definitivo tras la modificación autorizada en febrero de 2007.
3. Todas las autorizadas en el ejercicio, aunque finalicen en el siguiente, sin incluir las de resultado negativo o desistimiento. Los datos de 2006 no incluyen una oferta con plazo de aceptación abierto (Endesa).
4. El importe en la OPA sobre Arcelor sólo incluye datos para el mercado español.

Como se muestra en el cuadro anterior, tanto el importe como el volumen de las operaciones superaron extraordinariamente el nivel de años anteriores. Entre las características de las opas autorizadas durante 2006 cabe resaltar las siguientes:

- Finalidad de las ofertas. En 14 de los 21 casos la finalidad de la oferta era alcanzar el control de la compañía afectada —entendido como una participación superior al 50% del capital—, bien sin participación previa (11 casos), bien aumentando su posición (3 casos).

De las 7 ofertas restantes, 4 tenían como objetivo aumentar la participación del oferente sin alcanzar el control a efectos del mercado de valores y se dirigieron sólo a una parte de las acciones (opas parciales) y las otras 3 se realizaron por accionistas que ya tenía más del 50% del capital con las siguientes finalidades: 1 de exclusión (Cortefiel), 1 sobrevenida para consolidar la posición de control alcanzada tras una reducción de capital (compromiso asumido por OHL en el programa de recompra de acciones que fue comunicado a la CNMV) y la tercera para extender las condiciones de un acuerdo con un accionista al resto (Sotogrande).

Las ofertas parciales finalizaron con prorrateo en 2 casos al haber superado las aceptaciones el número máximo de valores a los que se dirigían. Por el contrario, la oferta sobrevenida sobre OHL no fue aceptada por ningún accionista.

- Ofertas destacables por cuantía. Destaca la oferta de E.ON sobre Endesa con un importe potencial de 41.027 millones de euros y formulada en efectivo. También muy significativa es la oferta sobre Arcelor, con un volumen realizado en el mercado español de 1.881,4 millones de euros, pero cuyo importe total en el conjunto de mercados donde se realizaba fue de 25.401 millones de euros. Además se autorizaron durante 2006 otras 6 ofertas con importes potenciales superiores a los 1.000 millones de euros (Inmobiliaria Colonial, Urbis, TPI, las dos ofertas sobre Metrovacesa y Unión Fenosa).
 - Ofertas realizadas en varios mercados. La oferta de Mittal Steel sobre Arcelor se formuló simultáneamente en Francia, Bélgica, Luxemburgo y España. Además, tanto en el caso de Arcelor como en las dos ofertas formuladas sobre Endesa, se presentó una oferta paralela en Estados Unidos.
 - Ofertas competidoras. Se han tramitado 9 ofertas competidoras sobre 4 sociedades: Endesa, Tele Pizza, Metrovacesa y Europistas. En los 4 casos se ha llegado al procedimiento de mejora en sobre cerrado, con el resultado de incremento del precio ofrecido en todos ellos, salvo en 1 (Metrovacesa). Este último caso destaca por haberse producido por primera vez competencia entre ofertas parciales, con resultado positivo en ambas.
- Sólo en el marco de las ofertas competidoras se han emitido informes desfavorables de los administradores de las compañías afectadas, basados en algunos casos en la insuficiencia del precio, y en otros, en las circunstancias de la operación.
- Ofertas que persiguen distintas estructuras de integración con mantenimiento en bolsa de la resultante. En 5 de las operaciones realizadas en 2006 el oferente manifestaba su intención de realizar algún tipo de fusión o reorganización societaria con mantenimiento en bolsa de la resultante (Inmobiliaria Colonial, Urbis, Arcelor, Europistas y Parquesol). Salvo en el caso de Inmobiliaria Colonial, en que sería absorbida por una sociedad ya cotizada en España, la reorganización prevista implicaba la integración con sociedades no cotizadas previamente o no en España. En consecuencia, este tipo de operaciones resultan en sociedades de mayor tamaño negociándose en bolsa en contraposición con las operaciones que pretenden la exclusión de la compañía opada.

- Ofertas condicionadas. Las 14 ofertas cuya finalidad era alcanzar el control y una de las ofertas parciales (Sogecable) condicionaron su eficacia a la obtención de un número mínimo de acciones. Este mínimo se alcanzó en todos los casos en que llegaron a completarse.

Además, en 4 casos se sujetó la eficacia de la oferta a la modificación de limitaciones al derecho de voto y otras restricciones estatutarias. No obstante en ninguno de ellos se cumplió la condición. En el caso de Tele Pizza, la Junta de accionistas no aprobó la modificación propuesta y los oferentes renunciaron a la condición. Por otra parte, en el caso de las ofertas sobre Endesa, antes de la celebración de la Junta que debía decidir sobre la propuesta, Gas Natural retiró su oferta y E.ON ha renunciado voluntariamente a la condición.

- Ofertas con acuerdos previos con accionistas significativos. 9 de las ofertas autorizadas en 2006 incluían un pacto previo del oferente con accionistas de referencia de la afectada. Salvo en 1 caso (Sotogrande), los pactos se dan en ofertas cuya finalidad es alcanzar el control. De éstos, 6 son compromisos de aceptación que suponen la salida del accionista de control previo y 2 son acuerdos en los que los accionistas de referencia permanecen en la compañía asumiendo el papel de co-oferentes junto con un nuevo socio financiero (Tele Pizza) o industrial (Europistas).

En cuanto a los resultados de estas ofertas, todas tuvieron resultado positivo salvo 1 caso (Europistas por el grupo Isolux), que fue retirada tras la presentación de una competidora.

- Ajustes automáticos del precio. En 7 de las ofertas autorizadas en 2006 la contraprestación estaba sujeta a ajuste automático del precio en determinados supuestos: pago de dividendos (las 2 ofertas sobre Endesa), ampliaciones de capital liberadas (las dos ofertas sobre Europistas) o ambos (en el caso de Metrovacesa). Finalmente en el caso de Arcelor se incluyeron determinados supuestos más amplios de ajuste del precio en atención a la necesaria coordinación con las regulaciones y prácticas de otros mercados en los que cotizaba.
- Ofertas de canje y sobre valores distintos de acciones. Se han tramitado 3 ofertas de canje durante 2006, 1 permuta pura (la de NH sobre Sotogrande) y 2 mixtas (la de Mittal Steel sobre Arcelor y la de Gas Natural sobre Endesa). Por otra parte, 4 de las ofertas autorizadas se dirigían a acciones y obligaciones convertibles (Arcelor y las 3 ofertas sobre Tele Pizza).

2.5 Sistemas organizados de negociación

2.5.1 Latibex

El sistema organizado de negociación Latibex permite que acciones admitidas a cotización en bolsas latinoamericanas puedan ser negociadas en España. Este mercado es gestionado por Bolsas y Mercados Españoles y utiliza la plataforma del mercado electrónico para ofrecer a los inversores europeos la posibilidad de comprar y vender estas acciones en euros. La rentabilidad anual, según el índice FTSE Latibex All Share, fue del 23,8% en 2006, frente al 83,9% de 2005. Hay que tener en cuenta que este índice se calcula en euros y no en las divisas propias de cada país, por lo que

recoge también el efecto de la depreciación de las divisas latinoamericanas en 2006 y su apreciación en 2005⁸.

Mercados y emisores
Mercados de renta variable

Evolución del FTSE Latibex All Share

GRÁFICO 2.2



Sociedades cotizadas en el Latibex por países

CUADRO 2.16

Importes en millones de euros, salvo el número

País	Número		Capitalización			Contratación		
	2005	2006	2005	2006	% var. 06/05	2005	2006	% var. 06/05
Argentina	2	2	834,9	912,7	9,3	3,6	2,7	24,8
Brasil	15	15	145.297,3	178.013,1	22,5	340,6	422,1	23,9
Chile	4	4	17.234,4	21.647,0	25,6	51,4	55,0	7,0
Costa Rica	1	1	53,2	98,0	84,2	4,5	5,5	22,6
Méjico	8	8	57.743,6	67.277,4	16,5	128,6	173,7	35,1
Panamá	0	1		1.340,5			15,7	
Perú	1	1	134,3	1.138,4	747,9	2,5	21,7	783,7
Puerto Rico	1	1	1.086,5	688,8	36,6	25,6	23,9	6,6
Venezuela	0	1		525,8			3,1	
Total	32	34	222.384,2	271.641,8	22,1	556,7	723,3	29,9

Fuente: CNMV.

El número de empresas cotizadas en este SON aumentó en dos sociedades, con lo que se alcanzó un total de 34 al final de 2006. No se produjo ninguna exclusión durante el año y las dos nuevas incorporaciones fueron dos emisores proceden-

8. Aun cuando en general las divisas latinoamericanas se depreciaron notablemente frente al euro, hay que considerar que la divisa de Brasil, de donde proceden el mayor número de empresas, se depreció sólo en un 1,8%, una reducción muy inferior al del resto de las divisas latinoamericanas.

tes de Panamá y Venezuela⁹, dos países de donde, hasta 2006, no procedía ningún emisor.

Gracias al aumento de los precios y a las nuevas incorporaciones, la capitalización total del mercado aumentó en un 22,1% hasta alcanzar los 271.641,8 millones de euros. Por procedencia del emisor, las empresas brasileñas continuaron siendo las más importantes en términos de capitalización, incrementándose la misma un 23,9% en el año gracias, en parte, a la relativamente pequeña depreciación del real brasileño frente al euro.

La contratación de las empresas latinoamericanas a través del Latibex se incrementó en 2006 hasta alcanzar los 723,3 millones de euros aumentando la rotación de estos valores. Una gran parte de dicha negociación se realizó sobre empresas brasileñas y mejicanas. La liquidez de este mercado no sólo aumentó en términos monetarios, sino que para el 82,5% de las empresas hubo alguna actividad en al menos el 90% de los días hábiles, frente al 72,7% del año anterior.

2.5.2 Mercado Alternativo Bursátil

Bolsas y Mercados Españoles creó un sistema organizado de negociación, aprobado por el Consejo de Ministros en 2005, para la negociación de acciones de SICAV y otros valores. Este SON, denominado Mercado Alternativo Bursátil (MAB), comenzó a funcionar el 29 de mayo de 2006 y atrajo a 2.348 SICAV procedentes de los corros y a otras 57 entidades que iniciaron su actividad directamente en este sistema.

Estos cambios fueron posibles por la Ley de IIC de 2003 que permitía a las mencionadas SICAV no cotizar en bolsa si se establecía un sistema alternativo para la provisión de liquidez al inversor. La oferta de servicios a estas IIC realizada por el MAB para la provisión de liquidez, los servicios de *back-office* y la difusión de información atrajo a un gran número de ellas.

El traslado de las SICAV desde corros supuso que la capitalización de MAB alcanzara los 29.864,4 millones de euros al cierre de 2006, superando ampliamente el valor de las SICAV negociadas en corros, que alcanzó los 9.514,9 millones de euros. El valor total de estas IIC, negociadas en uno u otro mercado, alcanzó los 39.379,3 millones de euros, un 15,8% más que en 2005.

La provisión de liquidez para las SICAV en este mercado se realiza a través de dos tipos de contratación: el segmento de operaciones a valor liquidativo (en que se introducen órdenes sin precio) y un segmento *fixing* (con fijación de precios en dos momentos del día). Este nuevo mercado, a pesar de estar operativo sólo desde el mes de mayo, tuvo una contratación de 1.814 millones de euros, de la que un 74,8% se realizó a través del segmento de operaciones a valor liquidativo.

La contratación media diaria de las sociedades que se trasladaron al MAB se redujo en un 73,8% de los casos. Aunque esta cifra muestre una aparente menor liquidez en el SON, hay que tener en cuenta el breve periodo de funcionamiento del merca-

9. Las dos sociedades admitidas en el Latibex fueron la panameña Grupo Banistmo y la venezolana La Electricidad de Caracas, esta última a través de ADS emitidos en Estados Unidos. La compañía panameña fue excluida el 07/02/2007.

do y el hecho de que, además de proveer de liquidez a las acciones, el MAB ofrece otros servicios atractivos para estas IIC.

2.6 Fondos de inversión cotizados

En 2006 se admitieron a negociación a través del Sistema de Interconexión Bursátil de Bolsas y Mercados Españoles cinco fondos de inversión cotizados o ETF. Estas IIC utilizan la plataforma del SIBE para facilitar la contratación y la difusión de la información. El horario de negociación es similar al del resto de las acciones y se realiza también la subasta de apertura y de cierre. En España, la política de inversión de estas IIC se limita a reproducir un índice con una difusión pública adecuada.

A pesar de estar previstos en el Reglamento de IIC de 2005, ha sido a mediados de 2006 cuando se han registrado los primeros fondos cotizados en España. Dos hechos han contribuido decididamente a ello: la creación de un segmento especial para su negociación en la bolsa española y la aclaración de algunas dudas sobre su régimen fiscal, básicamente relativas a la no aplicación del régimen de retenciones a aquellos fondos que coticen en bolsas españolas.

De los cinco fondos registrados, tres estaban referenciados al Ibex 35 y dos al Euro Stoxx 50. El grupo BBVA actúa como gestora y depositaria en un fondo sobre el índice español y otro sobre el de la zona euro, y el grupo Santander hace lo mismo con su propio fondo sobre el índice Ibex. Lyxor International gestiona los otros dos fondos índices, siendo su depositario la sucursal en España de Société Générale, que es la propietaria de dicha gestora. Al cierre del año, el patrimonio de los tres fondos nacionales alcanzó 363,8 millones de euros, y el volumen de inversión comercializado en España de los dos fondos extranjeros, 13,0 millones.

Las gestoras de los fondos deben mantener una composición de los mismos proporcional a la de sus índices de referencia y son las únicas con capacidad para emitir o amortizar las participaciones de sus fondos en el mercado primario. Además, y para asegurar la liquidez del fondo, existe la figura del especialista que se obliga a publicar precios de compra y venta con una horquilla máxima del 0,25% y un volumen mínimo de un millón de euros. El número mínimo de estos creadores de mercado por fondo cotizado se estableció en dos¹⁰. Durante el año 2006, la contratación total sobre estas IIC fue de 1.827,1 millones de euros.

Aunque las expectativas de este producto eran muy buenas, una de las posibles razones por las que no han conseguido el éxito esperado puede estar relacionada con el insuficiente esfuerzo realizado por las entidades en su comercialización al inversor minorista, aunque se trata de fondos de gran interés para este tipo de inversores ya que son muy transparentes, al tener una política de inversión sencilla como replicar un índice y suelen tener comisiones de gestión bajas, al tratarse de gestión pasiva.

Sin embargo, a pesar de su limitado éxito hasta ahora, su papel en el futuro debe ser muy importante, ya que son dinamizadores de la competencia, en particular para aquellos fondos que llevan a cabo una gestión pasiva vinculada a índices por la que cobran comisiones de gestión relativamente altas (por ejemplo, los fondos garantizados), pues los fondos cotizados pueden conseguir rentabilidades superiores al tener comisiones más reducidas y cuentan con una gestión más transparente.

10. Instrucción operativa número 43/2006 de la Sociedad de Bolsas.

En este capítulo se describe la actividad de los mercados de renta fija en España, tanto en lo que se refiere a los mercados primarios como a los secundarios, en tres bloques de información: una introducción general, un apartado de deuda pública y otro de renta fija privada.

Durante el ejercicio 2006 la actividad en el mercado primario de renta fija mantuvo el dinamismo de años anteriores gracias al impulso de la renta fija privada. También se expandió la actividad de los mercados secundarios de renta fija, aunque de forma más moderada. Durante todo el año aumentaron las rentabilidades de la deuda a corto plazo y, en gran parte del mismo, las de la deuda a largo plazo, aunque durante el segundo semestre éstas disminuyeron.

Como en años anteriores, el grueso de la actividad del mercado primario correspondió a emisiones de valores efectuadas por las instituciones financieras. Este sector realizó el 88% del total de la emisión bruta (en 2005 el 84%). De los tres grandes sectores fue el único que aumentó su volumen de emisión respecto al año anterior. La captación de recursos relacionados con la expansión del crédito hipotecario que conlleva la actividad de construcción residencial ha seguido siendo el principal factor impulsor de este crecimiento. El predominio de las emisiones brutas sobre las amortizaciones trajo consigo un significativo incremento de las emisiones netas y del saldo vivo para estas entidades.

En contraste con las instituciones financieras, las empresas no financieras disminuyeron el importe de sus emisiones de renta fija a pesar de su creciente necesidad de financiación (véase el apartado 3 del capítulo 1). Las emisiones netas, aunque positivas, fueron muy reducidas.

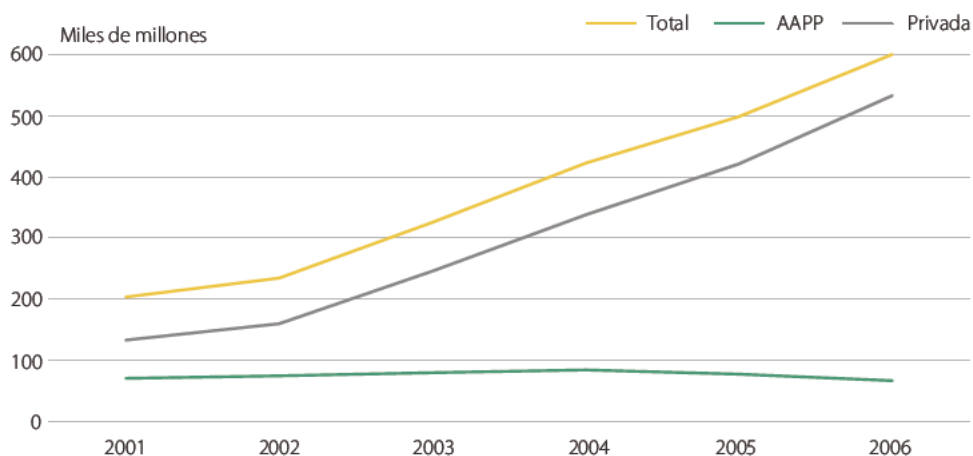
La menor necesidad de financiación de las Administraciones Públicas hizo que también éstas redujeran su volumen de emisión, que fue muy inferior a la del sector privado (gráfico 3.1). La emisión neta siguió siendo negativa con el consiguiente descenso del saldo vivo de deuda pública en circulación. Como consecuencia del descenso de la actividad emisora del sector público y del aumento de las emisiones del sector privado, el saldo vivo de éstas volvió a ser superior al de la deuda pública, llegando a doblarlo (véase cuadro 3.1).

Las características y el comportamiento del mercado español de renta fija se asemejan mucho al de la zona euro en lo que se refiere al mercado primario. Así, durante el ejercicio 2006 también se registró en la zona euro una disminución de las emisiones brutas de deuda pública y, dentro de la renta fija privada, el mayor dinamismo emisor lo tuvieron las entidades financieras. Éstas, al igual que en España,

son las de mayor peso tanto en el conjunto de las emisiones brutas y netas como en el saldo en circulación¹.

Evolución de la emisión de valores de renta fija en España

GRÁFICO 3.1



Fuente: Banco de España, CNMV y elaboración propia.

Emisiones brutas y saldos vivos: distribución por emisores

CUADRO 3.1

Importes nominales en millones de euros

	Importe ¹		Variación (%)		Pro memoria: UEM	
	2005	2006	2005	2006	2006	% var. 06/05
Emisiones brutas	544.403	676.509	24,6	24,3	11.342.000	15,4
Administraciones Públicas	78.176	68.006	9,2	13,0	1.442.000	3,7
Renta fija privada*:	466.228	608.503	32,8	30,5	9.900.000	18,8
Instituciones financieras	455.042	597.580	33,0	31,3	8.787.000	20,3
Sociedades no financieras	11.186	10.923	27,7	2,4	1.113.000	8,1
Emisiones netas	180.141	223.510	39,6	24,1	815.200	13,5
Administraciones Públicas	6.682	2.734	18,3		112.900	44,7
Renta fija privada*:	173.459	226.244	43,6	30,4	702.300	36,7
Instituciones financieras	173.564	225.195	43,5	29,7	667.500	34,9
Sociedades no financieras	105	1.049	18,5		34.800	81,3
Saldos vivos	854.663	1.075.755	27,9	25,9	11.070.000	8,1
Administraciones Públicas	346.265	342.882	2,2	1,0	4.705.000	2,5
Renta fija privada*:	508.398	732.873	54,3	44,2	6.365.000	12,7
Instituciones financieras	497.783	721.211	56,2	44,9	5.722.000	13,6
Sociedades no financieras	10.614	11.662	1,0	9,9	643.000	5,1

Fuente: Banco de España, CNMV, BCE y elaboración propia.

1. Incluye emisiones efectuadas dentro y fuera de España.

1. En concreto en España en 2006 el saldo vivo de las sociedades no financieras a fin de año suponía tan sólo el 1,1% del total en España frente al 5,8% en la UEM, y en las emisiones brutas, el 1,6% frente al 9,8%.

Sin embargo, como diferencia más llamativa cabe señalar que las emisiones brutas de las sociedades no financieras no sólo tuvieron menor peso en el conjunto que sus homólogas europeas sino que, además, disminuyeron, mientras que en Europa aumentaron. Asimismo, las AAPP europeas presentaron una emisión neta positiva en la zona euro mientras que en España fue negativa. Por el lado de las entidades financieras hay que señalar que las españolas tuvieron un mayor crecimiento de las emisiones brutas y del saldo vivo que las europeas y también un mayor peso. El mayor recurso a la financiación bancaria por parte de las empresas españolas en comparación con las europeas y el mayor auge de la construcción en España, con la demanda de préstamos que esta actividad conlleva, fueron la causa de que las entidades financieras españolas obtuvieran más recursos financieros a través de las emisiones de renta fija.

3.1 Deuda pública

3.1.1 Emisiones

Las emisiones brutas de las AAPP alcanzaron los 68.000 millones de euros, cifra menor que la del año anterior como consecuencia de la menor actividad emisora del Estado, ya que tanto las Comunidades Autónomas como las corporaciones locales registraron aumentos. Las emisiones brutas de valores en el exterior se mantuvieron en niveles muy reducidos (2.143 millones de euros frente a 1.905 millones en 2005) y provinieron exclusivamente de las Comunidades Autónomas.

En relación a las previsiones iniciales para el ejercicio, derivadas del objetivo presupuestario, hay que señalar que tanto la emisión como la amortización de valores de renta fija emitidos por la Administración Central fueron algo mayores que las programadas, tanto en el caso de las letras del Tesoro como en el de los bonos y obligaciones del Estado. La mayor desviación se produjo en el concepto de las amortizaciones, principalmente de letras del Tesoro, lo que permitió que el ejercicio se saldase con una desinversión neta del orden de 4.800 millones de euros cuando la previsión era de una emisión neta de 6.600 millones de euros².

Considerando exclusivamente la cartera a vencimiento de la deuda del Estado, se observa que el saldo en circulación experimentó una disminución en el conjunto del año de casi 2.600 millones de euros, de los que aproximadamente 2.000 millones correspondieron a letras del Tesoro y 600 millones a bonos y obligaciones. Esta reducción no afectó a todos los sectores inversores por igual, ya que mientras que las instituciones financieras y monetarias redujeron su cartera en más de 13.000 millones de euros, los no residentes aumentaron su posición en más de 11.000 millones de euros, por lo que la distribución del saldo por tenedores tuvo como principal modificación la pérdida de peso de las instituciones financieras y monetarias, que pasó del 30,3% al 26,1%, y el aumento de la participación de los no residentes, que creció del 44,3% al 48,5%, siendo los restantes cambios menos relevantes.

Un mayor detalle de la evolución de las emisiones brutas y netas se recoge en los anexos II.10 y II.11 respectivamente.

2. "Estrategia de emisión de los valores del Tesoro 2006" de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

3.1.2 Negociación

En cuanto a volumen negociado, el Mercado de Deuda Pública Anotada es el mayor de los mercados organizados de valores³ españoles, incluso aunque no se cuenten las operaciones con pacto de recompra.

En el citado mercado se distinguen dos grandes ámbitos de negociación: contratación entre las entidades titulares de cuenta y contratación de las entidades gestoras con terceros. La que se efectúa entre titulares de cuenta tiene, a su vez, dos posibles modalidades: la contratación a través de las plataformas electrónicas (Senaf, MTS-España, EuroMTS, Brokertec, etc.)⁴ y la negociación bilateral.

Tanto en el segmento de titulares como en el de terceros la operativa puede ser a vencimiento (en operaciones al contado y a plazo) o temporal (pacto de recompra y simultáneas). Dentro de las plataformas electrónicas, Senaf y MTS-España ofrecen negociación al contado con obligaciones y bonos del Estado y letras del Tesoro y negociación en operaciones simultáneas con obligaciones y bonos del Estado. Por su parte, EuroMTS y Brokertec ofrecen, sobre todo, negociación al contado con las principales referencias de bonos y obligaciones.

Contratación de deuda del Estado. Conjunto del mercado

CUADRO 3.2

Importes en millones de euros

	2002	2003	2004	2005	2006	% var. 05/06
Letras	2.235.874	2.607.855	2.273.364	2.230.370	1.695.551	24,0
A vencimiento ¹	40.096	90.195	115.549	116.478	93.331	19,9
Contado	40.096	89.751	114.951	116.087	92.831	20,0
Plazo	0	444	598	390	500	28,1
Pacto de recompra	1.994.454	2.076.928	1.770.719	1.709.753	1.185.339	30,7
Simultáneas	201.324	440.732	387.095	404.139	416.881	3,2
Bonos y obligaciones	16.569.559	18.682.471	20.560.318	19.989.574	20.913.636	4,6
A vencimiento	2.289.343	2.220.233	2.133.892	2.531.614	3.131.074	23,7
Contado	2.270.847	2.157.130	2.021.747	2.222.121	2.809.686	26,4
Plazo	18.496	63.103	112.145	309.494	321.387	3,8
Pacto de recompra	8.191.374	9.100.744	10.707.375	9.700.501	9.850.419	1,5
Simultáneas	6.088.842	7.361.493	7.719.051	7.757.459	7.932.144	2,3
Total	18.805.433	21.290.326	22.833.682	22.219.944	22.609.187	1,8

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

1. La operativa a vencimiento comprende operaciones al contado y a plazo.

La contratación de deuda del Estado incluyendo los repos registró un leve crecimiento (1,8%) respecto a la de 2005, sin embargo si se considera exclusivamente la operativa a vencimiento, es decir, al contado y a plazo, el aumento fue muy significativo (21,8%) y propiciado exclusivamente por el dinamismo en la negocia-

3. De renta fija o variable.

4. Senaf y MTS España gozan de reconocimiento como sistemas organizados de negociación (SON), categoría expresamente regulada por la Ley del Mercado de Valores, y son supervisados por la CNMV. EuroMTS y Brokertec están establecidas en el Reino Unido conforme al régimen de autorización y supervisión imperante en ese país.

ción de bonos y obligaciones del Estado (23,7%), ya que la contratación de letras del Tesoro disminuyó un 19,9%. Durante todo el ejercicio se mantuvieron bastante estables los volúmenes de contratación, aunque los datos mensuales permiten observar unos niveles más elevados en el periodo agosto-noviembre, en el que se produjo una cierta recuperación de las cotizaciones. Durante esos meses el índice de rotación⁵ de las operaciones simples al contado de bonos y obligaciones del Estado (de deuda segregada) alcanzó sus niveles máximos con valores por encima del 100.

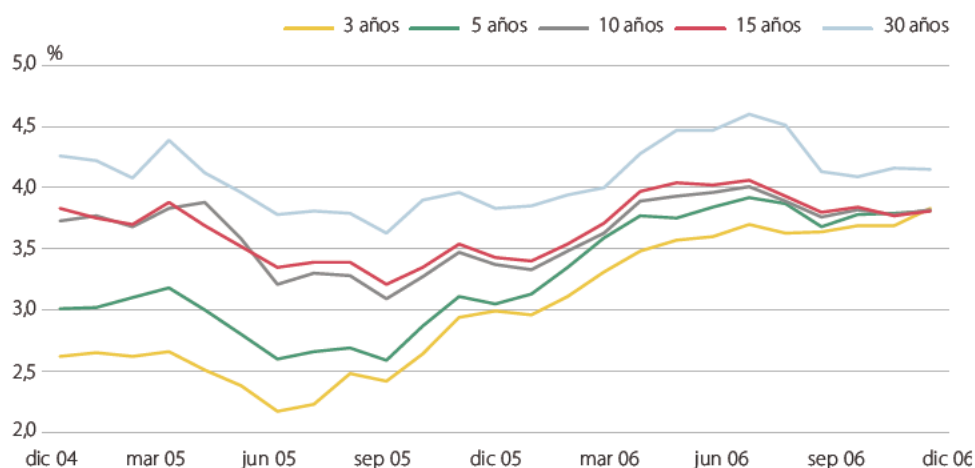
La contratación entre titulares disminuyó un 10,9%⁶ en las operaciones a vencimiento y un 2,6% si se incluyen también las operaciones con pacto de recompra. El descenso se explica en gran medida por el nuevo retroceso⁷ en la contratación realizada a través de las plataformas electrónicas (-20,7%). Sin embargo, la negociación de titulares con terceros aumentó un 30,8% en las operaciones a vencimiento y un 4,1% en total, exclusivamente por el aumento de la contratación de deuda a medio y largo plazo. Esta situación obedece a varios factores tales como un escenario de tipos de interés reducidos, la escasa diferenciación con la deuda alemana y la baja volatilidad, factores todos ellos que han proporcionado menores oportunidades de inversión, pese a lo cual el mercado se ha mantenido atractivo para los clientes finales.

En los anexos II.11 a II.15 hay un mayor detalle de la evolución de la contratación en el Mercado de Deuda Pública Anotada.

Tanto los tipos de interés de las letras del Tesoro como la rentabilidad de los bonos y obligaciones del Estado evolucionaron al alza desde el comienzo del año, afecta-

Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo

GRÁFICO 3.2



Fuente: Banco de España, AIAF y elaboración propia.

5. *Ratio* calculado por el Banco de España para deuda no segregada como: (Importe negociado / Saldo en circulación)*100. En relación a periodos anteriores los valores alcanzados durante todo el año se pueden calificar de elevados. La última vez que se había superado el 100 fue en enero de 2003.

6. Por los descensos de un 22,2% de las letras del Tesoro y de un 9,0% de los bonos y obligaciones.

7. El importe de la negociación de deuda pública realizada a través de las plataformas de contratación electrónica ha venido descendiendo año tras año desde 2003, ejercicio en el que supuso el 13,8% del total; en 2006 sólo ha representado el 3,7%.

dos entre otros factores por la política monetaria del BCE y las expectativas sobre el avance sostenido del precio del petróleo.

Las letras del Tesoro mantuvieron esta tendencia durante todo el ejercicio y cerraron el año con alzas respecto a los tipos de interés de diciembre de 2005 superiores a los 100 puntos básicos (pb)⁸ en todos los plazos en las operaciones al contado⁹.

Los bonos y obligaciones del Estado prosiguieron su avance hasta julio, que fue cuando alcanzaron su máximo rendimiento en todos los plazos excepto en el de tres años que tuvo un comportamiento más parecido al de las letras del Tesoro y se mantuvo alcista hasta diciembre. En julio las subidas de los tipos se situaban entre los 63 pb del plazo de 15 años y los 87 pb del de 5 años¹⁰. Posteriormente, con las expectativas más optimistas que se abrían con el sustancial descenso del precio del crudo, los tipos flexionaron a la baja con mayor intensidad en los plazos más largos¹¹, si bien no llegaron a caer por debajo de los de cierre del año anterior. Los resultados a final del ejercicio respecto a un año antes fueron las subidas de 84 pb en el plazo de 3 años, de 76 pb en el de 5 años, de 45 pb en el de 10 años, de 38 pb en el de 15 años y de 32 pb en el de 30 años, así como un desplazamiento al alza de la curva de tipos aunque con una suavización de las pendientes.

3.2 Renta fija privada

3.2.1 Instrumentos

La negociación de instrumentos de renta fija privada en España se realiza en dos mercados: AIAF y las bolsas. La gama de productos que actualmente se negocia es la siguiente:

- Exclusivamente en AIAF: pagarés de empresa y pagarés de titulización¹², cédulas hipotecarias, cédulas territoriales, bonos de titulización, tanto hipotecaria (BTH) como de activos (BTA), participaciones preferentes y otras emisiones.
- Exclusivamente en las bolsas: bonos y obligaciones convertibles y canjeables.
- En ambos mercados: bonos y obligaciones no convertibles (corporativos y de entidades públicas¹³) y antiguos “bonos matador”.

3.2.2 Emisores, emisiones y saldos vivos admitidos en el mercado

En 2006 en los dos mercados mencionados aumentó el número de emisores, el de emisiones admitidas y el saldo vivo, con mayor intensidad en el caso de AIAF. El

8. En el plazo de tres meses en torno a 1,5 puntos porcentuales (150 pb).

9. En algunos plazos como los de tres y seis meses los tipos alcanzados en diciembre de 2006 no se registraban desde octubre y agosto de 2001 respectivamente.

10. Estos máximos no se habían alcanzado en los plazos de tres y cinco años desde el segundo semestre de 2002 y en los plazos superiores desde el segundo semestre de 2004.

11. Otro factor influyente en el descenso de las rentabilidades de los bonos, que se está poniendo de relieve en los consensos de análisis, es la compra masiva de deuda desde los países asiáticos (China, Taiwán, Japón...), que, aunque principalmente se orienta hacia los valores estadounidenses, también parece ser que se está dirigiendo hacia los bonos de países europeos.

12. Emisiones de pagarés de empresa realizados por fondos de titulización.

13. En ambos mercados se puede negociar tanto renta fija emitida por emisores privados como emitida por entidades públicas. El considerar estos mercados secundarios como ámbito de renta fija privada es debido a que su orientación inicial era la negociación de valores privados, pese a que en las bolsas en los últimos años predomina la negociación de deuda emitida por las Comunidades Autónomas.

número total de emisores presente en los mercados de renta fija fue de 463, de los que 21 tenían emisiones admitidas a cotización en ambos mercados, 412 cotizaban sólo en AIAF y 36 lo hacían exclusivamente en las bolsas. El número total de emisiones entre ambos mercados fue de 3.971, de las que el 93% cotizaba en AIAF y el 7% en alguna de las bolsas. El saldo vivo ascendió a 607.160 millones de euros, correspondiendo a AIAF el 97% de ese importe.

Emisores, emisiones y saldo vivo de renta fija en AIAF

CUADRO 3.3

Importes en millones de euros

	N.º de emisores		N.º de emisiones		Saldo vivo		
	2005	2006	2005	2006	2005	2006	% var. 05/06
Pagarés	66	69	1.724	2.242	57.719	70.779	22,6
Bonos y obligaciones	362	413	1.018	1.345	290.547	377.090	29,8
Cédulas hipotecarias	12	14	54	83	90.550	129.710	43,2
Cédulas territoriales	3	5	8	11	7.575	9.525	25,7
Bonos matador	20	20	32	26	2.288	1.839	19,6
Total	384	438	2.836	3.707	448.679	588.942	31,3

Fuente: AIAF y elaboración propia.

En AIAF el saldo vivo se incrementó en unos 130.00 millones de euros, un 31,3% respecto al existente al cierre del ejercicio 2005. A esta expansión contribuyeron fundamentalmente los bonos y obligaciones que incluyen los bonos de titulización con 86.000 millones de euros y las cédulas hipotecarias con 36.000 millones de euros. Por sectores destaca la importante participación de los emisores de bancos y cajas y de entidades financieras, ya que entre ambas concentraron el 96% del saldo vivo y el 92% de las emisiones admitidas en el mercado al final de 2006.

En bolsa el saldo vivo admitido¹⁴ se incrementó en un 4,8% y se situó al cierre de ejercicio en 17.105 millones de euros. Al igual que sucedió en los últimos años, la Bolsa de Barcelona fue la única que aumentó el saldo vivo admitido a cotización.

Emisores, emisiones y saldo vivo de renta fija en bolsa

CUADRO 3.4

Importes en millones de euros

	N.º de emisores		N.º de emisiones		Saldo vivo		
	2005	2006	2005	2006	2005	2006	% var. 05/06
Total	56	57	267	264	16.323	17.105	4,8
Deuda CCAA	3	3	92	89	8.457	8.320	1,6
Otros	53	54	175	175	7.866	8.786	11,7
Bolsa de Barcelona	45	46	202	201	14.103	15.198	7,8
Bolsa de Bilbao	42	40	128	108	3.938	3.290	16,5
Bolsa de Madrid	34	32	111	94	3.059	2.678	12,4
Bolsa de Valencia	38	36	160	144	4.391	3.796	13,5

Fuente: Bolsas de valores y elaboración propia.

14. En el saldo vivo bursátil no se contabiliza el de las emisiones del Mercado de Deuda Anotada, aunque éstas se pueden contratar en el mercado electrónico.

Por grandes sectores las empresas no financieras redujeron su saldo un 41,1% y las entidades financieras lo aumentaron un 51,5% debido a la admisión a cotización de fondos de titulización de activos en la Bolsa de Barcelona. El saldo vivo del sector público también disminuyó moderadamente (un 4,4%) por las emisiones de bonos matador¹⁵ y, en menor medida, por la deuda del Gobierno Vasco y la de la Generalidad de Valencia. Con esta evolución se redujo por segundo año consecutivo el peso del sector público en el saldo vivo de renta fija bursátil, pasando del 63% de 2005 al 57%.

3.2.3 Mercado primario de renta fija privada

En este epígrafe se analiza la emisión de renta fija privada segregando la efectuada por las entidades emisoras dentro del territorio nacional y fuera de él, es decir, en mercados exteriores sin pasar por los registros de la CNMV. Las cifras consolidadas ya se comentaron en la introducción (véase cuadro 3.1).

El importe de las emisiones brutas de renta fija privada efectuadas dentro de España¹⁶ durante el año 2006 ascendió a 523.131 millones de euros, de los cuales 93.666 millones correspondieron a la modalidad de emisiones que se admiten en los mercados secundarios sin el requisito de haber registrado un folleto de emisión¹⁷. Esta modalidad está alcanzando un gran peso —el 49% en 2006— en el conjunto de las emisiones de renta fija a largo plazo, hasta el punto de que, con la excepción de los bonos de titulización, en los restantes instrumentos financieros han sido mayores los importes emitidos por esta vía que los emitidos con folleto de emisión. En concreto, en bonos y obligaciones convertibles y cédulas territoriales, en bonos y obligaciones no convertibles y en cédulas hipotecarias esta modalidad representó entre el 95% y el 100% del total emitido.

Emisiones brutas registradas en la CNMV: detalle por instrumentos CUADRO 3.5

Importes nominales en millones de euros						
	2002	2003	2004	2005	2006	% var 06/05
A largo plazo	39.553	83.846	115.359	149.894	188.674	25,9
Bonos y obligaciones no convertibles	5.254	17.948	38.094	41.907	46.688	11,4
de las cuales: deuda subordinada	1.909	4.076	4.395	1.905	6.555	244,2
Bonos y obligaciones convertibles	260	187	97	163	68	58,1
Cédulas hipotecarias	11.674	17.864	19.074	35.560	44.250	24,4
Cédulas territoriales	0	4.200	1.600	1.775	5.150	190,1
Bonos de titulización	18.803	36.740	50.525	69.044	91.608	32,7
de activos (BTA)	12.027	31.710	45.635	62.194	87.308	40,4
hipotecarios (BTH)	6.776	5.030	4.890	6.850	4.300	37,2
Participaciones preferentes	3.237	3.760	5.542	1.356	911	32,8
Otras emisiones	326	3.146	428	89	0	
A corto plazo						
Pagarés de empresa	104.713	155.772	214.603	264.253	334.457	26,6
de los cuales: titulización de activos	6.114	3.870	3.724	2.767	1.993	26,4
Total	144.265	239.619	329.962	414.147	523.131	26,3

Fuente: CNMV.

15. A final de 2006 todavía permanecía un emisor con 10 emisiones de bonos matador admitidas en bolsa.

16. En los anexos I.25 a I.28 se ofrece un mayor detalle de las emisiones registradas en la CNMV.

17. RD 1310/2005.

Por tipo de activo el mayor peso del total de las emisiones correspondió a los pagarés de empresa que supusieron un 64% del total. Dentro de la renta fija a medio y largo plazo los instrumentos financieros con mayor volumen de emisión fueron los bonos de titulización, seguidos de los bonos y obligaciones no convertibles y de las cédulas hipotecarias. Aunque con importes menos elevados, destaca el fuerte crecimiento de la deuda subordinada y el de las cédulas territoriales y, por otra parte, el descenso de la emisión de participaciones preferentes.

En 2006 prosiguió el aumento de las emisiones efectuadas por las empresas españolas en otros mercados exteriores con la finalidad de ampliar su base de inversores aprovechando las posibilidades que abrió la Ley 19/2003¹⁸. El importe de las emisiones que utilizaron esta modalidad registró un elevado incremento anual, cercano al 55%, con lo que su peso en el total de las emisiones pasó del 10,6% en 2005 al 12,7%. La importancia que están cobrando estas emisiones resalta más si esta comparación se circunscribe a los instrumentos financieros de medio y largo plazo, pues en ese caso la proporción fue del 29%. Lo que más destaca es el hecho de que en bonos y obligaciones y en participaciones preferentes fue mayor el importe de lo emitido en el exterior que lo emitido en el interior del país. Estas emisiones no han cotizado en los mercados secundarios españoles.

Emisiones brutas registradas de renta fija privada de emisores españoles en el exterior

CUADRO 3.6

Importes nominales en millones de euros

Importe	2003	2004	2005	2006	% va. 06/05
Participaciones preferentes	400	905	1.915	1.004	47,6
Obligaciones subordinadas	0	2.250	1.487	5.633	278,9
Bonos y obligaciones	0	3.891	32.285	51.677	60,1
Total (amparo Ley 19/2003)	400	7.047	35.687	58.314	63,4
Bonos de titulización	10.864	13.319	13.556	17.911	32,1
Total	11.264	20.366	49.243	76.225	54,8

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

En 2006 el destino geográfico de las emisiones de renta fija privada en el exterior al amparo de la Ley 19/2003 se concretó en tres plazas financieras: Londres con el 62% del importe total, Luxemburgo con el 31% y Nueva York con el 7%. En cuanto a las monedas en que fueron denominadas las emisiones hay que señalar que el 60% del importe total fue en euros, el 26% en dólares de Estados Unidos, el 12% en libras esterlinas y el 2% restante en otras monedas (yenes, dólares canadienses, francos suizos, coronas noruegas, pesos mejicanos y coronas checas).

En lo que se refiere al sector de actividad, aunque la mayor parte de estas emisiones fueron efectuadas por entidades financieras, hay que señalar que de los 76.225 millones de euros emitidos en 2006 en mercados exteriores, 15.673 millones¹⁹ correspondieron a las emisiones llevadas a cabo por filiales de Telefónica (12.399), Endesa (1.300), Iberdrola (1.775) y Gas Natural (200).

La emisión exterior de bonos de titulización fue efectuada exclusivamente en euros.

18. Véase el capítulo 3 del Informe Anual de la CNMV sobre los mercados de valores y su actuación del año 2005.

19. Estas sociedades emitieron más fuera de nuestras fronteras que dentro, ya que las emisiones registradas en la CNMV por los referidos emisores durante 2006 fueron de 5.410 millones de euros en emisiones a corto plazo y de 4.000 millones en emisiones a largo plazo.

Las emisiones de titulización

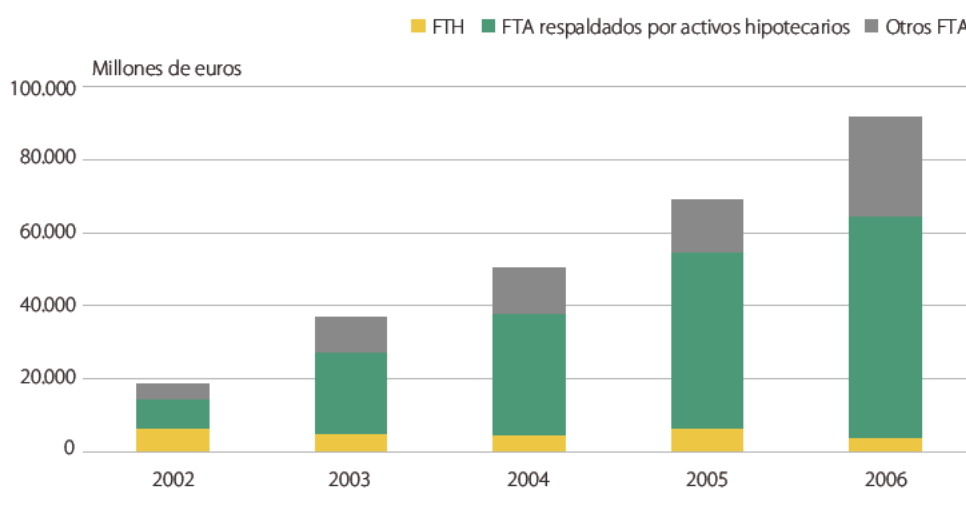
Dentro de la emisión de renta fija, considerando los diferentes instrumentos financieros, los bonos de titulización ocuparon en 2006 el segundo lugar por volumen de emisión, sólo por detrás de los pagarés de empresa, y el primero considerando únicamente la renta fija a largo plazo. Los bonos de titulización se subdividen en bonos de titulización de activos (BTA), cuya importancia ha sido predominante en los últimos años, y los bonos de titulización hipotecaria (BTH) (véase gráfico 3.5). Si a éstos se añaden los pagarés de titulización se tendría el total de emisiones de titulización que, en conjunto, alcanzó en 2006 un importe de 93.600 millones de euros en emisiones en el interior y de 17.911 millones de euros en el exterior, con crecimientos anuales del 30% y 32% respectivamente.

Aunque los bonos de titulización hipotecaria representaron una parte reducida del total de emisiones de titulización (el 4,6%), no hay que deducir de ello que la titulización hipotecaria es escasa en el mercado español, ya que a los mencionados BTH habría que sumarles los bonos de titulización de activos respaldados por préstamos hipotecarios, por cédulas hipotecarias y por préstamos a promotores²⁰, con lo que en conjunto se estaría contemplando el 69,1% de la emisión total de titulización (véase anexo II.21). Otros BTA que tuvieron cierta presencia en 2006 fueron los respaldados por préstamos para consumo (5,9%) y préstamos a empresas (4,0%) (véase anexos II.20 y II.21).

En cuanto a las principales operaciones de titulización individuales, las de mayor tamaño se produjeron en el segmento de BTA, ya que de las ocho emisiones que superaron los 2.000 millones de euros, siete de ellas correspondieron a BTA y una a BTH. La emisión de mayor importe, gestionada por la sociedad gestora Ahorro y Titulización, alcanzó los 14.495 millones de euros y consistió en la titulización de cédulas hipotecarias singulares. Dentro de las siete emisiones de BTA, la única no respaldada por elementos hipotecarios fue una de 2.030 millones avalada por créditos a PYMES (para mayor detalle véase anexo II.20).

Evolución de las emisiones de titulización registradas en la CNMV

GRÁFICO 3.3



Fuente: CNMV.

20. Aunque en 2006 no hubo emisiones respaldadas por estos préstamos, en años anteriores sí se registraron.

Cambio de tendencia en los mercados primarios de valores de renta fija

En los mercados de renta fija, el año 2006 ha venido a evidenciar un cambio muy significativo en cuanto al colectivo al que se han dirigido las emisiones. Analizando la estadística de colocaciones en los dos últimos años, se constata que el porcentaje de inversores minoristas (en aquellas emisiones típicas de este colectivo excluidas las correspondientes a los fondos de titulización y los pagarés) que han suscrito emisiones ha pasado del 46,1% en el año 2005 al 3,6% en el año 2006.

Aunque han podido ser varias las causas que han motivado dicha reducción, desde el punto de vista de la CNMV las más importantes tienen sus orígenes en el contenido de dos Directivas: la Directiva de Folletos, que ya ha sido transpuesta, y la Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros (MiFID), de próxima transposición.

Respecto a la primera, las modificaciones introducidas en el año 2005 a través del Real Decreto Ley 5/2005, de 11 de marzo, y el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, como modificaciones normativas de la transposición, supusieron una simplificación importante en los procedimientos de emisión de valores destinados a inversores cualificados, ya que en este caso no se requiere la publicación previa de un folleto informativo, lo que permite a los emisores de renta fija adaptarse con mayor agilidad a las condiciones del mercado en cada momento, reduciéndose por tanto el riesgo de tener emisiones abiertas durante un plazo prolongado y pudiéndose de esta forma ajustar mejor las rentabilidades ofrecidas.

Adicionalmente, la próxima transposición de la MiFID reforzará y desarrollará los objetivos y requisitos que contienen las normas de conducta vigentes en aras de una mayor protección de los inversores minoristas. Esto último supone, en la práctica, una disminución del diferencial aplicado hasta ahora en las rentabilidades ofrecidas en el mercado minorista con respecto al mercado cualificado, lo que, unido al punto anterior, conduce a que la colocación en el mercado minorista se haya visto reducida sustancialmente.

Éste es el sentido de las actuaciones de la CNMV tendentes a mitigar los conflictos de interés y adelantar las previsiones contenidas en la MiFID al objeto de conseguir una correcta aplicación de las normas de conducta a la colocación de valores a largo plazo emitidos por entidades financieras entre la clientela minorista de las mismas.

Esto es tanto más importante cuanto que la práctica totalidad de los emisores de renta fija son entidades de crédito o instituciones financieras vinculadas a ellas, que históricamente han utilizado sus sucursales para la colocación de sus propios valores.

3.2.4 Mercados secundarios de renta fija: AIAF y bolsas

En España la renta fija privada se puede negociar en AIAF y en las bolsas²¹. En AIAF la negociación se puede realizar en dos segmentos: el primero corresponde a la con-

21 . En ninguno de estos dos ámbitos se negocia exclusivamente renta fija privada.

tratación de los miembros entre sí y el segundo a la negociación de los miembros con sus clientes. La negociación con los clientes es bilateral, pero la negociación entre miembros puede realizarse de forma bilateral o mediante contratación electrónica (Senaf).

En las bolsas la contratación se puede llevar a cabo por medio de contratación electrónica o a viva voz. El sistema de contratación electrónica²² interconecta a las cuatro bolsas; el procedimiento tradicional de viva voz²³ existe en todas las bolsas excepto en la de Madrid.

Durante el ejercicio 2006 aumentó moderadamente la contratación de renta fija, tanto en AIAF como en las bolsas. En términos nominales, la cifra conjunta superó por primera vez el billón de euros (1.000.252 millones de euros) —de los que 910.494 millones correspondieron a AIAF y 89.758 millones a las bolsas (véase cuadros 3.7 y 3.8).

Contratación total en AIAF

CUADRO 3.7

Importes nominales en millones de euros

	2002	2003	2004	2005	2006	% var. 06/05
Por tipo de activo						
Pagarés	212.702	265.604	291.903	408.185	489.069	19,8
Bonos y obligaciones	52.146	94.694	227.127	404.410	344.698	14,8
Cédulas hipotecarias	4.164	16.745	46.014	60.061	70.113	16,7
Cédulas territoriales		3.939	3.357	2.740	3.659	33,5
Bonos matador	3.458	3.107	3.629	2.416	2.954	22,3
Total	272.470	384.089	572.030	877.812	910.494	3,7
Por tipo de operación						
Simple	86.587	142.861	242.333	322.819	386.369	19,7
Repo	151.008	191.866	197.778	284.520	330.840	16,3
Simultánea	34.876	49.362	131.919	270.473	193.285	28,5

Fuente: AIAF y elaboración propia.

El importe registrado de la negociación en AIAF durante el ejercicio 2006 fue de 910.494 millones de euros, lo que supone un crecimiento modesto, del 3,7%, respecto al año anterior. Esta evolución es análoga a la comentada para el mercado de deuda pública, en el sentido de que este crecimiento se ha conseguido con un descenso del volumen negociado entre miembros del mercado (-27,3%) (véase anexo II.22) y un aumento del 18,7% de la contratación entre miembros del mercado y sus terceros.

22. El denominado mercado electrónico de renta fija, al igual que el SIBE en renta variable, interconecta en tiempo real la contratación de las cuatro bolsas. Es un mercado de órdenes en el que se negocian títulos de renta fija privada y de deuda pública de forma electrónica a través de los terminales de contratación de los miembros de este mercado. La contratación de los valores se produce de forma continua y electrónica con difusión en tiempo real de toda su actividad, siendo el mercado anónimo tanto en órdenes como en negociaciones.

23. En las Bolsas de Barcelona y Bilbao, la deuda pública emitida por el gobierno de su correspondiente Comunidad Autónoma se computa en contratación a viva voz, pese a que la negociación es telefónica.

Del volumen negociado en 2006, más de la mitad, el 53%, correspondió a contratación de pagarés llevada a cabo fundamentalmente con operaciones realizadas entre miembros del mercado y sus clientes (445.421 millones) y básicamente mediante repos²⁴ (315.746 millones). En segundo lugar en importancia en la contratación de este mercado, estuvieron los bonos de titulización, con el 28% del total y un importe de 257.629 millones, de los que algo más de la mitad correspondieron a operaciones simultáneas efectuadas entre miembros del mercado y, finalmente, la mayor parte del volumen restante provino de operaciones a vencimiento realizadas con terceros.

Si a lo anterior se le suma la contratación realizada con obligaciones y bonos simples (81.421 millones) y cédulas hipotecarias (70.114 millones) se estaría considerando el 99% de la contratación del mercado durante el ejercicio. En estos activos la mayor parte de la negociación se dio en operaciones a vencimiento efectuadas entre miembros y terceros, aunque también tuvieron un peso significativo las realizadas entre miembros con operaciones simultáneas.

El crecimiento de la actividad en AIAF registrado en 2006 fue reducido, debido al cambio de tendencia registrado en uno de sus principales componentes, la contratación de bonos y obligaciones, que, por primera vez, sufrió una disminución tras varios años de aumento. El descenso se debió básicamente a la drástica reducción de operaciones simultáneas realizadas por cuenta propia con bonos de titulización.

El soporte del crecimiento del conjunto de la contratación radicó en los pagarés de empresa, que representaron más de la mitad de la negociación total, y en las cédulas hipotecarias. El descenso comentado en la contratación de bonos y obligaciones se centró fundamentalmente en las operaciones simultáneas llevadas a cabo entre miembros del mercado.

En el mercado bursátil, la mayor parte de la negociación se llevó a cabo en la Bolsa de Barcelona, que, con un volumen de 85.383 millones de euros, supuso el 95% del total nacional, y se concentró en los títulos de deuda pública emitidos por la Generalidad de Cataluña, cuyo importe ascendió a 80.300 millones de euros.

Los bonos de titulización de activos también registraron un fuerte incremento de contratación, alcanzando el 5,9% del importe negociado en bolsa.

Contratación de renta fija en las bolsas

CUADRO 3.8

Importes nominales en millones de euros

	2002	2003	2004	2005	2006	% var. 06/05
Total	64.861	66.566	77.017	87.998	89.758	2,0
Deuda CCAA (*)	63.998	64.758	76.259	83.204	84.261	1,3
Otros	800	1.753	717	4.758	5.462	14,8
Valores del mercado de deuda anotada	62	55	41	36	36	1,3

Fuente: Bolsas de valores y elaboración propia.

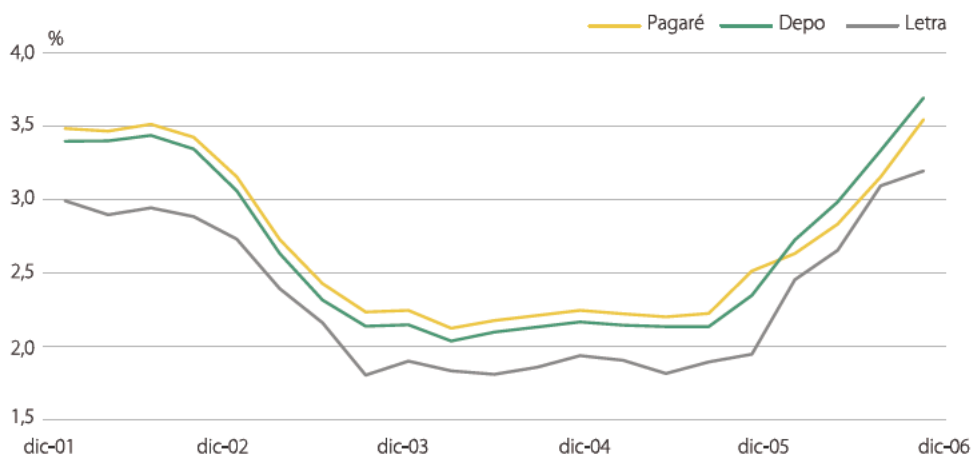
24. Las operaciones de tipo repo sólo se efectuaron en AIAF en operaciones con terceros y el 95% se llevó a cabo con pagarés de empresa.

La prima de riesgo de la deuda corporativa se ha mantenido baja durante el ejercicio e incluso se ha reducido levemente en el caso de la deuda a corto plazo.

Los tipos de interés de los pagarés de empresa a tres meses aumentaron 103 pb en el conjunto del año, reduciéndose en 22 pb el diferencial con el tipo de las letras del Tesoro al mismo plazo y, además, siguieron situados por debajo de los tipos de los depósitos, tal y como viniera ocurriendo desde el año anterior.

Tipos de interés de pagarés, depósitos interbancarios y repos a tres meses

GRÁFICO 3.4

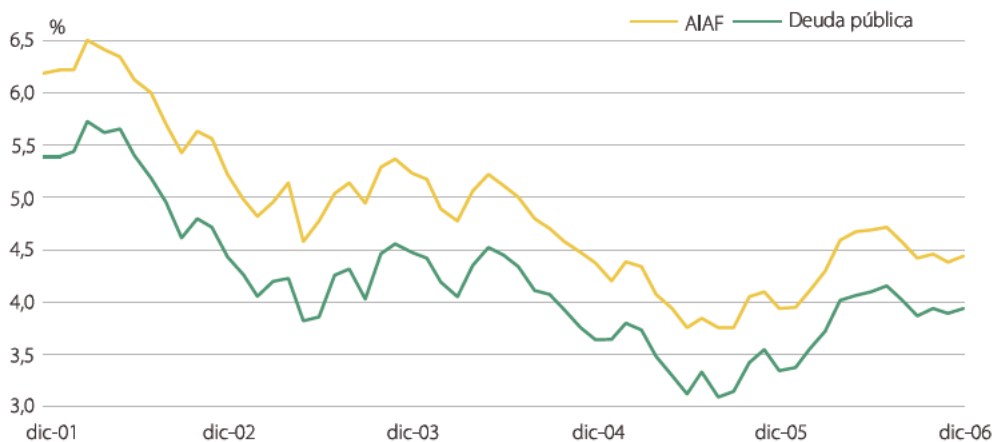


Fuente: Banco de España, AIAF y elaboración propia.

La rentabilidad de la deuda corporativa a diez años aumentó en 44 pb en el conjunto del año, 8 pb menos que la deuda pública a 10 años, y ambas referencias mantuvieron trayectorias prácticamente paralelas a lo largo del ejercicio.

Rentabilidad de la renta fija a largo plazo: deuda privada y pública

GRÁFICO 3.5



Fuente: Banco de España, AIAF y elaboración propia.

4 Registro, contrapartida, compensación y liquidación

En España existen cinco plataformas técnicas en las que se compensan y liquidan los valores negociados en los mercados de contado situados en territorio nacional. Estas cinco plataformas son gestionadas por cuatro depositarios centrales de valores: Iberclear (con las plataformas Iberclear CADE e Iberclear SCLV), SCLBarcelona, SCLBilbao y SCLValencia. Iberclear opera con valores cuya negociación es de ámbito nacional y el resto con valores exclusivamente negociados en sus respectivas bolsas. La central registradora de valores negociados en los mercados de contado de ámbito nacional es también Iberclear, aunque las bolsas de Bilbao, Barcelona y Valencia llevan un registro propio de los valores que en ellas se liquidan.

En cuanto a la actividad de contrapartida, hasta la aprobación, en noviembre de 2002, de la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, la prestación de este servicio se circunscribía al ámbito de los mercados oficiales de productos derivados, donde era el propio mercado MEFF quien lo ofrecía. Desde el año 2003 se cuenta ya con una entidad, MeffClear, que presta este servicio en otros ámbitos, en concreto en la negociación de la deuda en SENAF y en algunas de las operaciones bilaterales de deuda que se negocian en otras plataformas¹.

La supervisión de Iberclear corresponde a la CNMV, mientras que la de las otras tres centrales depositarias, SCLBarcelona, SCLBilbao y SCLValencia, recae en la Generalitat de Cataluña, el Gobierno Vasco y la Generalitat Valenciana, respectivamente. La CNMV tiene también encomendada la supervisión de MeffClear.

4.1 Iberclear

La “Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. Unipersonal”, cuyo nombre comercial es Iberclear, tiene encomendadas las funciones de registro, compensación y liquidación de valores para los valores de ámbito nacional. Iberclear es propiedad al 100% del *holding* Bolsas y Mercados Españoles (BME) y su actividad principal se desarrolla en el ámbito de los valores que se negocian en los mercados bursátiles, de deuda pública y AIAF. Al finalizar 2006 Iberclear contaba con 231 entidades participantes, trece menos que en 2005 (véase cuadro 4.1).

En líneas generales, los indicadores de actividad de las dos plataformas gestionadas por Iberclear (Iberclear-CADE para valores negociados en el Mercado AIAF de Renta Fija y en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, e Iberclear-SCLV para valores negociados en bolsas y en Latibex) reflejaron la evolución de la contratación en los mercados de referencia (véase capítulos 2 y 3).

1. En los acuerdos bilaterales de deuda que se negocian fuera de la plataforma SENAF son las partes las que deciden si la operación es liquidada a través de Iberclear o Meffclear.

Entidades participantes en Iberclear

CUADRO 4.1

	2005	2006
Total Iberclear¹	244	231
Miembros de		
Bolsas	98	93
Latibex	85	79
AIAF	74	73
Deuda pública	199	190

Fuente: Iberclear.

1. El total es inferior a la suma del número de entidades participantes en las actividades de liquidación de los distintos mercados debido a que muchas entidades prestan servicio en más de uno.

4.1.1. Iberclear-CADE

En cuanto a las labores de registro en esta plataforma, a fin de año había 4.132 emisiones registradas con un valor nominal de 954.445 millones de euros. Las emisiones listadas en AIAF supusieron el 92,0% del total y concentraron el 64,0% del valor total registrado. Respecto al año anterior, las emisiones del mercado de deuda pública y de AIAF se incrementaron notablemente, así como sus importes nominales (véase cuadro 4.2).

Iberclear-CADE liquidó en 2006 un total de 8.611.836 operaciones, de las que el 83,4% correspondieron al Mercado de Deuda en Anotaciones y el resto a AIAF. En relación con el año anterior, disminuyeron el número y el importe de las operaciones de deuda pública y aumentaron las de AIAF (véase cuadros 4.3 y 4.4). Esto no hace sino reflejar la tendencia de los últimos años donde la negociación, en número de contratos, de la deuda de las empresas crece a un ritmo importante y donde en cambio, la negociación de la deuda pública tiene tendencia al descenso. Como es habitual, dentro de las operaciones del Mercado de Deuda en Anotaciones, las más numerosas fueron las operaciones de repos y las simultáneas. En el caso de las operaciones de AIAF las más numerosas fueron las de compraventa simple al contado, si bien han ganado peso significativamente las operaciones de traspaso a vencimiento.

Iberclear-CADE. Actividades de registro

CUADRO 4.2

Importes en millones de euros

	Deuda pública		AIAF		Total		% var.
	2005	2006	2005	2006	2005	2006	
Valores registrados							
Número de emisiones	315	331	2.889	3.801	3.204	4.132	29,0
Importe nominal	337.539	343.914	449.798	610.531	787.337	954.445	21,2

Fuente: CNMV.

Iberclear CADE. Número de operaciones liquidadas

CUADRO 4.3

Mercados y emisores
 Registro, contrapartida,
 compensación y liquidación

Tipo de operación	Deuda pública		AIAF		Total		% var
	2005	2006	2005	2006	2005	2006	
Compras y ventas simples	204.683	233.814	745.345	788.343	950.028	1.022.157	7,6
Repos y simultáneas	6.697.683	6.303.971	86.116	108.470	6.783.799	6.412.441	5,5
Trasposos a vencimiento	417.428	483.166	174.285	488.187	591.713	971.353	64,2
Trasposos temporales	226.735	185.759	1	0	226.736	185.759	18,1
Transferencias por garantías financieras	225	1.278	2.349	18.848	2.574	20.126	681,9
Total	7.546.529	7.207.988	1.008.096	1.403.848	8.554.850	8.611.836	0,7

Fuente: CNMV.

Iberclear-CADE. Importe de las operaciones liquidadas¹

CUADRO 4.4

Importes en millones de euros

Tipo de operación	Deuda pública		AIAF		Total		% var.
	2005	2006	2005	2006	2005	2006	
Compras y ventas simples	3.252.731	3.960.190	411.578	474.810	3.664.309	4.435.000	21,0
Repos y simultáneas	46.419.258	45.487.738	1.097.185	1.026.220	47.516.443	46.513.958	2,1
Trasposos a vencimiento	10.256.602	13.459.453	1.900.110	2.859.383	12.156.712	16.318.836	34,2
Trasposos temporales	735.231	579.540	1	0	735.232	579.540	21,2
Transferencias por garantías financieras	9.317	49.618	52.584	437.411	61.901	487.029	686,8
Total	60.673.139	63.536.539	3.408.874	4.797.824	64.072.696	68.334.363	6,5

Fuente: CNMV.

1. Importe efectivo para compras y ventas simples y repos y simultáneas; importe nominal para trasposos a vencimiento y temporales.

En 2006, el número de incidencias por aportación insuficiente de valores en la fecha de liquidación disminuyó en un 1%, lo que supone un descenso del 4% en términos de volumen descubierto. Las entidades no residentes fueron las que estuvieron presentes en un mayor número de incidencias.

El número de incidencias en fecha de la plataforma CADE supone porcentajes muy poco relevantes respecto al total liquidado (0,003% del número de operaciones y 0,007% del importe liquidado).

4.1.2 Iberclear-SCLV

A fin de 2006, Iberclear-SCLV tenía registradas 4.846 emisiones, con un valor nominal de 89.151 millones de euros. Aunque aumentó el número de emisiones con respecto al año anterior, su importe nominal descendió ligeramente (véase cuadro 4.5).

Considerando conjuntamente las bolsas y Latibex, el número de operaciones liquidadas en 2005 fue de 21.884.828, con un valor efectivo de 2.708.253 millones de euros. El número de operaciones liquidadas aumentó un 28,1% respecto a las de 2005, mientras que el volumen efectivo aumentó un 34,2%. Este comportamiento

es coherente con lo acontecido en el mercado, en el que aumentó el número de transacciones.

Además de liquidar operaciones de compraventa de valores, Iberclear realiza traspasos entre titulares siempre que se mantenga la titularidad de dichos valores. Los traspasos pueden ser libres de pago o contra pago. En 2006, disminuyeron ligeramente los traspasos libres de pago y aumentaron los traspasos contra pago, tanto en número de operaciones como en importe efectivo (véase cuadro 4.6).

Iberclear-SCLV. Actividad de registro

CUADRO 4.5

Importes en millones de euros

Valores registrados	Bolsa			Latibex		
	2005	2006	% var	2005	2006	% var.
Número de emisiones	3.540	4.846	36,9	36	38	5,6
Importe registrado ¹	90.253	89.151	1,2	79	202	155,7

Fuente: CNMV.

1. Importe nominal para bolsa y efectivo para Latibex.

Iberclear-SCLV. Operaciones liquidadas

CUADRO 4.6

Importes en millones de euros

Operaciones	Bolsa				Latibex			
	Nº operaciones		Importe		Nº operaciones		Importe	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006
Compras y ventas	16.021.281	20.738.244	1.703.151	2.281.955	59.884	87.180	1.101	1.454
Ventas vencidas	67.174	52.926	11.332	11.332	2.245	2.942	48	128
Recompras	1.383	600	152	152	4	6		
Traspasos l/p.	306.650	297.948			1.133	1.542		
Traspasos c/p.	689.102	756.087	314.204	424.672	1.117	3.827	42	172
Total	17.017.033	21.792.279	2.017.355	2.706.627	62.134	92.549	1.143	1.626

Fuente: CNMV.

Traspasos l/p. = traspasos libres de pago. Traspasos c/p. = traspasos contra pago.

A pesar de los elevados niveles de actividad del sistema, la eficiencia en la liquidación ha experimentado una apreciable mejoría respecto al año anterior², situándose en niveles similares a los registrados en 2004, pero con unos volúmenes notablemente superiores (aumentó un 80,6% en términos de efectivo y un 44,1% en número de operaciones). Así, el importe de las ventas vencidas³ respecto al total a liquidar representó un 0,44%, mejorando sensiblemente el 0,67% registrado en 2005. De igual modo, el número de ventas no liquidadas en su fecha representó el 0,26% del total de operaciones, frente al 0,42% registrado el año anterior.

2. El alto promedio obtenido el año anterior estuvo marcado por algunos problemas operativos derivados de la entrada en vigor del actual sistema de Case para traspasos, conocido como SUC Traspasos y regulado mediante la Circular 7/2004 de Iberclear.

3. Se considera una operación de liquidación de valores como venta vencida cuando el miembro de Iberclear responsable de la venta no aporta los valores comprometidos en la fecha de liquidación D+3, donde D es la fecha de realización de la compraventa del valor.

4.1.3 Innovaciones y mejoras

Introducción de nuevas operaciones

En 2006, Iberclear comenzó a desempeñar las funciones de registro, compensación y liquidación de las operaciones que se realizan sobre las acciones emitidas por las sociedades de inversión de capital variable en el nuevo Mercado Alternativo Bursátil⁴.

A principios de año, Iberclear estableció como novedad la posibilidad de utilizar la plataforma CADE para realizar las operaciones de suscripción de valores, ofreciendo así el mecanismo de entrega contra pago en estas operaciones⁵.

Mejoras técnicas

Sistema Unificado de Case-Renta Fija

Iberclear continuó trabajando en la implantación de la última parte del proyecto denominado Sistema Unificado de Case (SUC) que ha venido desarrollando desde el año 2005. El SUC forma parte del proyecto estratégico Ventana Unificada de Comunicaciones que se viene desarrollando desde 2003 y que tiene objetivos: mejorar la conectividad unificando los sistemas de intercambio de información entre las dos plataformas (SCLV y CADE), avanzar en la normalización mediante la utilización del estándar internacional 15022 y unificar los procedimientos de case de las operaciones de carácter bilateral. Dentro de este último objetivo es donde está encuadrado el SUC.

La última parte del SUC implantada en 2006, SUC-Renta Fija, está dedicada al Case de órdenes de los participantes en el mercado de renta fija y dará servicio a los valores registrados y liquidados en la plataforma CADE. Este nuevo procedimiento permitirá a las entidades participantes comunicar y casar sus órdenes de manera más flexible y eficiente al incorporar entre sus novedades un nuevo mecanismo de retención y liberación de órdenes que permitirá eliminar el pre-case telefónico. Está prevista su puesta en marcha en marzo de 2007 y con ello Iberclear dará por cerrado el proyecto de Ventana Unificada de Comunicaciones.

Sistemas de comunicaciones

Iberclear comenzó el desarrollo de los nuevos sistemas de comunicación directa entre las entidades participantes en los sistemas de registro y liquidación de los valores negociados en AIAF y en el Mercado de Deuda Pública e Iberclear. Con estos sistemas se sustituirán progresivamente las comunicaciones que las entidades realizaban con Iberclear a través de los terminales unidos al Banco de España. Inicialmente, los sistemas solo se utilizaban para realizar consultas, pero en septiembre de 2006 su uso se amplió a las comunicaciones de variaciones netas de la cuenta de terceros y a la confirmación de las posiciones en las emisiones de valores del mercado de AIAF, tanto libres de pago como contra pago de efectivo.

4. El Mercado Alternativo Bursátil es un Sistema Organizado de Negociación autorizado por el gobierno español y regulado por lo previsto en el artículo 31.4 de la Ley 24/1988 de, 28 de julio, del Mercado de Valores

5. El importe de suscripción liquidado a través del sistema utilizando este mecanismo de entrega contra pago es de 88.282 millones de euros.

Está previsto, en la liquidación de renta fija, ampliar el uso de los sistemas para la comunicación directa entre Iberclear y las entidades participantes a las operaciones de carácter bilateral que realizan las entidades participantes. Esto supondrá que las entidades dejarán de usar completamente los terminales del Banco de España para sus intercambios informáticos con Iberclear.

Gestión del riesgo

Con el objetivo de reducir el riesgo de que haya operaciones que se queden sin liquidación, a propuesta de la CNMV y del Banco de España, Iberclear presentó el 31 de mayo de 2006 el Programa de Actuación de Gestión del Riesgo de Liquidación Bursátil (2006-2007). Este programa contiene las siguientes medidas:

- La bilateralización de las operaciones especiales.
- La implantación de un algoritmo de asociación de compras y ventas que tienda a minimizar las cadenas de incumplimientos sobrevenidos.
- La ampliación del número de ciclos diarios multilaterales.
- La promoción de los mecanismos de préstamos de valores que se precisen para respaldar las entregas de los títulos bursátiles.
- La revisión de los criterios para la constitución de fianzas en garantía de mercado.

Iberclear, a través de la Circular 5/2006, de 25 de octubre, de Fianzas en Garantías del Mercado, decidió empezar a poner en práctica el programa y abordó parte de lo recogido en la última de las medidas del programa. En esta circular se modifican los criterios para determinar el importe que las entidades participantes deben depositar como fianza para garantizar el cumplimiento de las obligaciones derivadas de las operaciones sin liquidar. El objetivo de la modificación es mejorar la cobertura del riesgo de dichas operaciones, dado que, desde la última modificación, los volúmenes de liquidación han aumentando notablemente y se han producido cambios en los procedimientos de compensación y liquidación.

Concretamente, la circular introdujo una serie de modificaciones en el método de cálculo. Así, el cálculo de la fianza pasó a basarse en el de los importes pendientes de liquidar. Además, se incrementó el mínimo en concepto de fianza que debe ser depositado por las entidades. También se modificó el cálculo del riesgo de las operaciones negociadas en el mercado, pasando a contar desde su fecha de contratación, asignando el riesgo de las operaciones pendientes de liquidar a quien lo esté introduciendo en el sistema en cada momento. Esta circular toma como premisa que quien primero introduce el riesgo es la entidad que intermedia la operación en bolsa y tal riesgo sólo podrá serle descargado en el momento en el que surja una entidad liquidadora, caso de ser distinta de la primera, que acepte liquidar la operación. Por último, la circular estableció la posibilidad de que las entidades participantes designaran a otra entidad para la gestión y materialización de su fianza, así como que otra entidad participante acepte de manera previa (bajo determinadas circunstancias) la responsabilidad de las operaciones contratadas por otros miembros del mercado.

Se espera que el resto de medidas del Programa de Actuación de Gestión del Riesgo de Liquidación Bursátil (2006-2007) se pongan en práctica a lo largo de 2007.

Registro Especial de Préstamo de Valores

Mercados y emisores
Registro, contrapartida,
compensación y liquidación

A propuesta de la CNMV, Iberclear, mediante la Instrucción 5/2006, decidió mejorar el Registro Especial de Préstamos. Mediante esta instrucción se permite a las entidades participantes la actualización y la cancelación de dos tipos de operaciones de préstamo de valores en el Registro Especial de Préstamos. El primer tipo se refiere a las operaciones de préstamo de valores que sean operaciones financieras realizadas en el marco de un acuerdo de compensación respecto de las cuales se haya producido un supuesto de vencimiento anticipado. En el segundo tipo se consideran las operaciones en que concurran alguna de las siguientes circunstancias: extinción del prestamista o prestatario y determinadas operaciones corporativas y operaciones societarias sobre los valores prestados.

En el periodo abril-septiembre de 2006, las actualizaciones en el registro realizadas al amparo de la Instrucción 5/2006 supusieron una reducción en el saldo vivo efectivo bruto cercano a los 63 millardos de euros, un 44,5% del total. Sin embargo, dado que se siguen poniendo de manifiesto diversas dificultades para la correcta actualización, sobre todo de las cancelaciones de operaciones de représtamo, la CNMV encomendó a Iberclear la formación de un grupo de trabajo con los principales participantes, emisores, representantes de Bolsa y de ISLA⁶ para estudiar las posibles medidas adicionales que se deben adoptar.

Sistema de liquidación de derechos de suscripción de valores de renta variable

Iberclear también mejoró el sistema de liquidación de los derechos de suscripción. El 12 de diciembre de 2006, Iberclear publicó la Instrucción 16/2006 que tiene por objeto actualizar el procedimiento sobre liquidación de operaciones en la plataforma SCLV y que recoge en la fórmula de cálculo del saldo de derechos de suscripción de cada día hábil los valores que las entidades van a recibir con motivo de los traspasos que se anoten en esa misma fecha de liquidación.

RENADE

Finalmente, fuera de la actividad del mercado de valores, el ejercicio 2006 ha sido el primer ejercicio completo donde Iberclear gestionó el Registro Nacional de los Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero (RENADE). Se finalizó la apertura de cuentas por parte de las instalaciones incluidas en el Plan Nacional de Asignación del periodo 2005-2007, se llevó a cabo la asignación masiva de derechos de ejercicio y se realizó por primera vez el proceso de verificación de emisiones y de entrega de derechos, así como el proceso de cancelación.

4.2 MeffClear

Meffclear presta servicios de contrapartida central para operaciones con instrumentos de deuda pública, principalmente las provenientes de la plataforma SENAF. Su actividad consiste en actuar de contraparte única de los agentes participantes en operaciones sobre valores o instrumentos financieros. Así, cuando una operación se

6. International Securities Lending Association.

registra en MeffClear, esta entidad actúa como vendedor frente al comprador y como comprador frente al vendedor, asumiendo el riesgo de contrapartida. Los participantes tienen el compromiso de liquidar su posición neta frente a la entidad de contrapartida.

En 2006, Meffclear registró 552 operaciones cuyo importe efectivo ascendió a 84.065 millones de euros⁷. Con respecto a 2005, Meffclear experimentó un importante descenso tanto en número de operaciones como en el volumen efectivo liquidado (véase cuadro 4.7), lo que va en consonancia con el descenso de la actividad en la plataforma SENAF. El total de la actividad de Meffclear (tanto en número de operaciones como en valor) correspondió a operaciones de SENAF⁸.

En 2006, se mantuvieron en la cámara el mismo número de miembros, 19, que en 2005. Un total de 10 miembros registraron operaciones, siendo el nivel de concentración bastante elevado, ya que los 5 miembros con mayor actividad acumularon el 80,8% del volumen total registrado.

Evolución de la actividad en MeffClear

CUADRO 4.7

	2005	2006
Volumen efectivo plataforma SENAF	160.121	84.065
Volumen efectivo operaciones bilaterales	2.286	0
Total	162.407	84.065
Número de operaciones plataforma SENAF ¹	1.363	552
Número de operaciones bilaterales ²	29	0
Total	1.392	552
Nº de miembros	19	19

Fuente: MeffClear.

1. Fecha de inicio: 15 09 03.

2. Fecha de inicio: 02 10 03.

Adhesión de BME al Código de Conducta para la compensación y la liquidación

El 7 de noviembre, BME firmó el Código de Conducta (CdC) promovido por el comisario europeo de mercado interior Charlie McCreevy. Este CdC fue elaborado por la Federación Europea de Bolsas (FESE), la Asociación Europea de Cámaras de Compensación y Contrapartida Central (EACH) y la Asociación Europea de Depositarios Centrales de Valores (ECSDA) y se establece como una alternativa a una posible Directiva europea sobre sistemas de compensación y liquidación.

El CdC consiste en un catálogo de actuaciones para garantizar la competencia e interoperabilidad entre los operadores europeos dedicados a la compensación y/o la liquidación.

El CdC establece los siguientes objetivos:

7. 455,78 millones de euros de promedio diario.

8. Durante 2006, el plazo medio de las operaciones de SENAF se redujo, pasando de 1,78 días a 1,52 días.

- Transparencia de precios, para ayudar a los participantes del mercado a comprender y comparar precios y servicios.
- Interoperabilidad entre los sistemas para mejorar la capacidad de interconexión entre los operadores y ofrecer con ello a los participantes del mercado una mayor libertad de elección.
- Disociación de servicios y separación contable cuando un operador ofrece diversos servicios. Con ello se intenta facilitar un entorno de competencia, aumentar la capacidad de elección de los clientes y proporcionar información relevante sobre los servicios ofrecidos.

El calendario de aplicación del CdC es el siguiente:

- No más tarde del 31 de diciembre de 2006 se tuvo que implantar la parte relativa a transparencia del precios.
- No más tarde del 30 de junio de 2007 tendrán que haber quedado establecidas las condiciones de acceso e interoperabilidad entre los operadores.
- A partir del 1 de enero de 2008, el desglose de servicios y la separación contable tendrán que estar implantados.

Proyecto TARGET-2 Securities

Con el objetivo de mejorar la liquidación transfronteriza de valores, facilitando la integración europea de los Mercados de Valores, el Eurosistema⁹ ha diseñado un proyecto de plataforma técnica denominada TARGET-2 Securities (T2-S). Esta plataforma sería la única que gestionaría la liquidación de operaciones sobre valores de renta fija y variable, fondos de inversión y *warrants* en euros (con la posibilidad de incluir también otras monedas europeas) libres de pago y contra pago de efectivo utilizando las cuentas de los Bancos Centrales. El uso de T2-S sería un servicio proporcionado a los depositarios centrales de valores (CSD) en Europa. El resto de labores de la post-contratación, las de registro-custodia, seguirían siendo realizadas por los CSD.

El T2-S presenta como principal novedad con respecto a los sistemas actuales que los CSD delegarían la gestión de las cuentas de valores a los bancos centrales. Esto es lo contrario de lo que está sucediendo actualmente en países como Francia y Bélgica, donde los bancos centrales tienen cedidas las cuentas de tesorería a Euroclear para gestionar la liquidación del efectivo por operaciones de valores. En cuanto a la forma de liquidación que adoptaría el T2-S sería por el importe total de las operaciones (el modelo DvP1 del BIS), si bien para determinados mercados, en especial el de renta variable, es probable que la liquidación se llevase a cabo por diferencias (modelos DvP2 y DvP3 del BIS).

9. El Eurosistema está formado por el Banco Central Europeo y los Bancos Centrales nacionales.

El 27 de febrero de 2007 el Consejo de la Unión Europea emitió una nota apoyando el proyecto T2-S junto con una serie de recomendaciones encaminadas a que el T2-S contribuya a la creación de un mercado de compensación y liquidación de valores más eficiente y solvente en Europa. Las principales recomendaciones del Consejo fueron las siguientes:

- La adhesión al T2-S por parte de los CSD debe ser voluntaria.
- La plataforma T2-S debería realizar la liquidación nacional y transfronteriza de los valores a un coste final mas bajo que el menor de los costes finales soportados por los CSD en Europa.

5 Mercados de productos derivados

La actividad en los mercados de productos derivados financieros españoles se incrementó en 2006. La liquidez de las principales acciones cotizadas en la bolsa española, la creciente actividad de los participantes no residentes y el aumento de la volatilidad, sobre todo en los meses de mayo a agosto, incrementaron la contratación de productos derivados sobre renta variable española en MEFF. La contratación de *warrants* en el sistema de negociación electrónica del mercado también aumentó y lo hizo a un ritmo superior al de años precedentes.

5.1 Mercado MEFF

La actividad en MEFF aumentó a un ritmo superior al del resto de los principales mercados de derivados europeos, confirmando el cambio de tendencia apuntado en 2005. El resto de mercados europeos salvo Euronext, que registró un descenso en su contratación, crecieron aproximadamente dos puntos porcentuales por debajo del ritmo al que lo hizo MEFF (véase cuadro 5.2). La mayor parte de la actividad de productos derivados financieros a nivel europeo siguió concentrándose en los mercados Eurex y Euronext.

Como viene siendo habitual en los últimos años, los futuros sobre acciones españolas fueron el producto más negociado en MEFF por número de contratos. Desde su lanzamiento en 2001, la actividad de estos productos ha ido creciendo todos los años. En 2006 la negociación superó los 21,2 millones de contratos, lo que supone un aumento del 12,8%. Sin embargo, las posiciones abiertas a final de año disminuyeron, pasando de 1,9 millones a finales de 2005 a 1,6 millones a finales de 2006¹. Como puede apreciarse en el cuadro 5.3, la negociación se mantuvo concentrada en los contratos sobre las acciones de las seis empresas de mayor liquidez y capitalización². El comportamiento de la contratación de estos valores fue dispar, ya que los futuros sobre BBVA y BSCH aumentaron su contratación a un ritmo muy superior a la media, mientras que los futuros sobre Telefónica y Endesa tuvieron descensos significativos.

La contratación de las opciones sobre acciones aumentó un 13,8%, alcanzando la cifra de más de doce millones de contratos. Este aumento fue propiciado sobre todo por el aumento de la contratación de las opciones sobre Telefónica, Endesa, Iberdrola y BBVA.

1. Una posible explicación para la existencia de un descenso de las posiciones abiertas a finales de año es la baja volatilidad presente en el mercado español en los últimos meses del 2006.

2. La contratación de los futuros sobre Telefónica, BSCH, BBVA, Endesa, Repsol e Iberdrola supuso el 95,3% del total en 2006, cuota muy parecida a la de 2004, el 95,5%.

Negociación en los mercados de derivados financieros en España¹

CUADRO 5.1

Número de contratos, salvo otra indicación

	2003	2004	2005	2006	Var. (%) 06/05
MEFF RF	1.371	98	46	15	67,4
Futuros sobre deuda	1.371	98	46	15	67,4
MEFF RV	27.822.747	25.022.984	35.219.873	40.775.643	15,8
Futuros sobre Ibex 35	3.653.027	4.473.118	5.050.211	6.568.791	30,1
Ibex 35 Plus	3.545.942	4.354.868	4.935.648	6.408.961	29,9
Ibex 35 Mini ²	107.085	118.250	114.563	159.830	39,5
Opciones sobre Ibex 35	298.159	294.753	440.747	551.062	25,0
Futuros sobre acciones	12.492.568	12.054.799	18.813.689	21.229.811	12,8
Opciones sobre acciones	11.378.992	8.200.314	10.915.227	12.425.979	13,8
Contratos S&P ³	0				
Total MEFF	27.824.118	25.023.082	35.219.919	40.775.658	15,8
Mercado continuo	1.609.679	1.825.468	2.049.281	2.852.348	39,2
Warrants ⁴	1.609.679	1.825.468	2.049.281	2.852.348	39,2
Pro memoria					
Total EuroMEFF	5.233.561	4.600.701	2.521.171	2.541.397	0,8
Futuros sobre deuda europea ⁵	2.879.779	2.815.703	1.440.370	1.117.956	22,4
Contratos sobre índices europeos ⁶	2.322.356	1.784.965	1.080.801	1.423.441	31,7
Otros ⁷	31.427	33			

Fuente: MEFF.

1. Nótese que el volumen de negociación de MEFF y EuroMEFF hace referencia al número de contratos. Las diferencias en el valor subyacente de éstos impide la comparación directa entre productos, aunque sí realzar comparaciones interanuales.
2. El número de contratos de los futuros Ibex 35 Mini (multiplicador de 1 €) se ha homogeneizado al tamaño del contrato de los futuros Ibex 35 Plus (multiplicador de 10 €).
3. Futuros y opciones S&P Europe 350 y Sectoriales (Financiero, Tecnología y Telecomunicaciones). MEFF suspendió la negociación de estos contratos el 10 de noviembre de 2004.
4. Primas negociadas, en miles de euros, en el módulo de negociación electrónica del mercado continuo.
5. Incluye los futuros sobre deuda alemana (Bund, Bobl, Schatz) negociados en Eurex y los futuros sobre bono notional a diez años negociados en Euronext París (hasta la suspensión de la conexión el treinta de diciembre de 2003).
6. Incluye los futuros sobre los índices DAX 30, DJ Euro Stoxx 50 y DJ Stoxx 50 negociados en Eurex, los futuros sobre los índices CAC 40, DJ Euro Stoxx 50 y DJ Stoxx 50 negociados en Euronext París (hasta la suspensión de la conexión el 30 de diciembre de 2003), y los futuros y opciones sobre el índice PSI 20 negociados en Euronext Lisboa (hasta la suspensión de la conexión el 19 de marzo de 2004).
7. Incluye los futuros sobre Euribor negociados en Euronext París (hasta la suspensión de la conexión el 30 de diciembre de 2003) y los futuros y opciones sobre acciones individuales (Portugal Telecom y EDP) negociados en Euronext Lisboa (hasta la suspensión de la conexión el 19 de marzo de 2004).

La negociación de los contratos de opciones y futuros sobre el Ibex 35 creció a un mayor ritmo que en 2005. Los futuros sobre Ibex 35 Plus concentraron la mayor parte de la actividad. La contratación se incrementó un 30,1% y superó los 6,5 millones de contratos. Las posiciones abiertas también aumentaron, pasando de 70.924 contratos a finales de 2005 a 81.503 contratos a finales de 2006. Los futuros sobre el Ibex 35 Mini, al contrario que en 2005, en que experimentaron un ligero descenso, aumentaron su contratación en un 39,5%. En cuanto a las opciones sobre el Ibex 35, también se produjo un aumento de la contratación en línea con la tendencia de los últimos años, sin embargo esta vez el crecimiento fue menor que en años precedentes: un 25,0% frente al 49,5% registrado en 2005.

Negociación en los mercados de derivados financieros europeos¹

CUADRO 5.2

Mercados y emisores
 Mercados de productos
 derivados

Miles de contratos					
Mercado	2003	2004	2005	2006	Var. (%) 06/05
Eurex ²	1.014.932	1.064.731	1.248.748	1.421.113	13,8
Euronext ³	693.232	788.226	766.715	659.772	13,9
Euronext. Liffe ⁴	335.826	386.959	416.689	461.701	10,8
Euronext París ⁵	277.882	318.513	232.334	81.025	65,1
Euronext Amsterdam ⁶	79.524	82.755	117.692	117.046	0,5
OM ⁷	76.611	99.642	113.705	129.095	13,5
MEFF	27.824	25.023	35.219	40.775	15,8
IDEM/MIF ⁸	17.732	18.273	25.871	29.411	13,7

Fuente: Eurex.

1. Nótese que el volumen de negociación hace referencia al número de contratos. Las diferencias en el valor subyacente de los productos negociados en cada mercado impiden la comparación directa entre mercados, aunque sí realizar comparaciones interanuales.
2. Deutsche Terminbörse (DTB) y Swiss Options & Futures Exchange.
3. Mercado integrado por los mercados de contado de París, Amsterdam y Bruselas, y los mercados de derivados Liffe y de Lisboa e Porto.
4. Anteriormente Liffe: London International Financial Futures Exchange.
5. Anteriormente mercados de derivados MATIF y MONEP.
6. Rama holandesa de Euronext.
7. Stockholm Options Market.
8. Italian Derivatives Market (Borsa Italiana)/Mercato Italiano Futures.

La liquidez de los productos de MEFF renta variable se vio favorecida, como en 2005, por el crecimiento de la actividad de los miembros no residentes. A ello contribuyó la introducción de mejoras técnicas en los procedimientos de liquidación a vencimiento de los contratos de futuros y opciones sobre acciones individuales al objeto de asimilarlos a las prácticas usuales en el resto de mercados europeos de derivados. También se puso en marcha una nueva versión de la plataforma S/MART que supuso una equiparación con los medios técnicos más avanzados internacionalmente en el ámbito de la liquidación.

Otro cambio significativo que se produjo en la operativa de MEFF fue la eliminación del sistema dual y opcional de liquidación, por el que se permitía elegir entre la liquidación por diferencias y por entrega, pasando a ser exclusivamente liquidación por entrega.

La operativa de los miembros de MEFF a través de EuroMEFF descendió ligeramente en 2006, confirmando el fuerte descenso que experimentó en 2005. Esta sociedad de valores da acceso a la contratación de productos derivados financieros a través del mercado alemán Eurex y Euronext París. Si bien la contratación total a través de EuroMEFF permaneció en niveles muy similares a los del año anterior, la contratación sobre índices bursátiles aumentó fuertemente, un 31,7%, mientras que la contratación de los futuros sobre la deuda alemana³ (Bund, Bobl y Schatz) descendió significativamente, un 22,4%.

3. La actividad de los productos derivados sobre tipos de interés a largo plazo de la zona euro siguió realizándose en su mayor parte en Eurex, que es el mercado en el que se concentró la contratación de este tipo de contratos desde la práctica desaparición de los diferenciales de tipos de interés en la zona euro. En

Negociación de futuros y opciones sobre acciones individuales de MEFF RV

CUADRO 5.3

Número de contratos

	Opciones			Futuros		
	2005	2006	Var. (%) 06/05	2005	2006	Var. (%) 06/05
Abertis	29.194	35.250	20,7			
Acerinox	512.243	585.155	14,2			
Altadis	299.858	475.673	58,6	43.469	100.873	132,1
Amadeus	246.164	0	100,0			
Banco Popular	129.481	271.694	109,8	224.189	634.835	183,2
Bankinter	38.795	40.148	3,5			
BBVA	1.223.916	1.619.752	32,3	2.878.883	4.204.356	46,0
Endesa	659.662	911.146	38,1	1.134.530	987.558	13,0
Gas Natural	72.050	79.579	10,4	31.131	80.113	157,3
Iberdrola	334.125	458.335	37,2	642.205	881.088	37,2
Inditex	95.130	83.819	11,9	29.251	134.992	361,5
Indra	28.435	78.762	177,0			
Repsol	1.437.359	1.398.275	2,7	659.597	953.408	44,5
BSCH	3.001.512	2.419.980	19,4	5.272.900	6.034.050	14,4
Sogecable	71.128	31.231	56,1			
Telefónica	2.375.286	3.766.212	58,6	7.765.074	7.177.083	7,6
Telefónica Móviles	89.352	42.585	52,3	118.181	41.455	64,9
Terra	3.306	0	100,0	14.279		100,0
TPI	42.833	23.137	46,0			
Unión Fenosa	225.398	105.246	53,3			
Total	10.915.227	12.425.979	13,8	18.813.689	21.229.811	12,8

Fuente: MEFF.

Número de miembros en MEFF

CUADRO 5.4

	2005	2006
MEFF renta variable	109	102
Liquidadores custodios	38	31
Liquidadores	34	29
Negociadores	31	31
Negociadores por cuenta propia	6	11
MEFF renta fija	54	55
Liquidadores custodios	36	32
Liquidadores	9	12
Negociadores	9	11

Fuente: MEFF y CNMV.

5.1.1 Novedades del mercado MEFF

Además de las novedades señaladas en el apartado anterior, MEFF introdujo algunas otras en 2006. Entre ellas cabe destacar especialmente la ampliación del número de activos subyacentes para la negociación de futuros y opciones a todas las acciones cotizadas en el IBEX 35, más PRISA. Esta ampliación tuvo lugar el 22 de enero de 2007.

Como una línea de negocio paralela, en mayo de 2006, MEFF llegó a un acuerdo con Red Eléctrica Española (REE) para gestionar, en régimen de contraparte central por delegación de REE, las garantías, cobros y pagos derivados de las nuevas funciones liquidadoras asignadas a REE en su calidad de operador del sistema eléctrico. Estas funciones liquidadoras son sobre los denominados servicios de ajuste del sistema eléctrico, que afectan a productores, distribuidores, comercializadores y otros agentes del mercado de producción de energía eléctrica.

Mediante este acuerdo con REE, MEFF determina las garantías que deben depositar cada uno de los más de 300 agentes del mercado eléctrico y gestiona sus posibles impagos. El montante económico de estas operaciones de liquidación es de unos 1.600 millones de euros anuales.

5.2 Warrants

5.2.1 Emisiones

En 2006, el mercado primario de *warrants* creció a un ritmo sin precedentes en los últimos años, tanto en términos del importe de las primas como en el número de emisiones. Comparándolo con 2005, el importe de las primas de las emisiones de *warrants* registradas en la CNMV aumentó un 179,6%, hasta los 5,14 millardos de euros, que correspondieron en su mayoría a *warrants* sobre acciones. El número de emisiones alcanzó el nivel más alto de los últimos años, con 4.063, más del doble del número de emisiones registradas el año anterior. El número de emisores también aumentó hasta colocarse en ocho⁴.

Emisiones de *warrants* registradas en la CNMV

CUADRO 5.5

Importes en miles de euros

	Número		Importe ¹			
	Emisores	Emisiones	Total	Acciones	Índices	Otros
2002	9	1.132	2.338.717	1.639.571	665.840	33.306
2003	7	1.051	1.327.166	753.984	488.956	84.226
2004	7	1.600	1.525.247	929.004	553.758	42.485
2005 ²	6	1.720	1.840.016	1.180.845	559.910	99.262
2006 ²	8	4.063	5.144.333	3.697.600	1.064.892	381.842

Fuente: CNMV.

1. Importe de la prima.

2. Incluye emisiones que no requieren un folleto de emisión previo en aplicación de la normativa sobre folletos de emisión.

4. Los ocho emisores de *warrants* en 2006 con los respectivos importes emitidos, en millones de euros, entre paréntesis fueron: Commerzbank (2.157), Société Générale Acceptance (1.645), Banco Santander Central Hispano (440), Bankinter (341), BBVA Banco de Financiación (229), Banesto Banco de Emisiones (166), BNP Paribas Arbitrage Issuance (116) y Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona (49).

5.2.2 Negociación

El mercado secundario de *warrants* sobre activos con subyacentes financieros (véase el apartado 5.4 respecto a los *warrants* sobre materias primas) creció en 2006 a un ritmo mayor que el de años precedentes. Las primas totales negociadas en el mercado bursátil de *warrants* aumentaron un 33,9%, porcentaje muy superior al aumento en 2005, que fue del 16,7%. El número de *warrants* negociados durante el año aumentó en un 68,4%, lo que casi quintuplica el crecimiento de 2005. En los últimos años, la utilización de estos productos se ha consolidado y recuperado del fuerte descenso que se registró en 2002.

El incremento del volumen de contratación total de *warrants* se produjo gracias al aumento de la contratación en todos los grupos de subyacentes: sobre acciones individuales, sobre índices y sobre divisas, si bien el crecimiento fue liderado por el grupo de acciones individuales y, en menor medida, por el incremento en el grupo de índices (véase cuadro 5.6). Los *warrants* sobre acciones más negociados continuaron siendo los emitidos sobre las empresas españolas de mayor capitalización bursátil, si bien el peso de éstos sobre el total negociado en renta variable descendió notablemente⁵. Los *warrants* sobre acciones extranjeras aumentaron ligeramente su peso, representando un 10,7% del total de *warrants* sobre acciones frente al 9,9% que representaron en 2005. Entre ellos destacaron, nuevamente, los emitidos sobre acciones de empresas relacionadas con el sector de las telecomunicaciones⁶. En los *warrants* sobre índices bursátiles, la concentración de la contratación aumentó en los emitidos sobre el Ibex 35⁷, que supusieron el 63,0% del total de contratación de *warrants* sobre índices en 2005, mientras que en 2006 representaron el 74,2%.

Contratación de *warrants* en el mercado continuo¹

CUADRO 5.6

Primas negociadas en miles de euros

	Renta variable				Tipos de cambio ²				Total	
	Índices		Acciones		Total		Total		Volumen	N.º
	Volumen	N.º	Volumen	N.º	Volumen	N.º	Volumen	N.º		
2002	406.276	360	817.222	1.483	1.223.498	1.843	8.853	42	1.232.351	1.885
2003	480.781	350	1.049.271	1.383	1.575.053	1.733	34.627	66	1.609.679	1.799
2004	550.716	473	1.236.832	1.612	1.787.549	2.085	37.919	98	1.825.468	2.183
2005	516.788	523	1.587.593	1.800	2.104.381	2.323	25.262	163	2.129.643	2.486
2006	727.429	744	2.099.102	3.246	2.826.531	3.990	25.817	196	2.852.348	4.186

Fuente: CNMV.

1. El número contabiliza las emisiones que registraron contratación en cada periodo.
2. Incluye los *warrants* sobre renta fija en los años en los que haya existido negociación.

5. La contratación de *warrants* sobre Repsol, BSCH, Telefónica, BBVA y Endesa representó el 47,7% del total de *warrants* sobre renta variable. En 2005, la contratación de los *warrants* sobre estas mismas empresas representó el 61,2%.

6. Los *warrants* sobre acciones extranjeras más negociados fueron, en este orden, los emitidos sobre las acciones de Alcatel Lucent, Nokia, Deutsche Telecom, France Telecom.

7. El importe de las primas contratadas de los *warrants* sobre índices más contratados, es decir, los *warrants* sobre Ibex 35, el Nikkei y Euro stoxx 50 supusieron el 19,1%, el 1,8% y el 1,2% del total de *warrants* sobre renta variable.

5.3 Otros contratos financieros

El registro de contratos de compra/venta de opciones (anteriormente denominados contratos financieros atípicos) en la CNMV creció en 2006 tras tres años de descensos. Como se aprecia en el cuadro 5.7, el importe nominal emitido fue de 206,8 millones de euros, cifra próxima al importe emitido en 2004. Al igual que en 2005, cuatro emisores⁸ registraron este tipo de contratos en la CNMV, frente a ocho en 2003 y 2004. Es importante destacar el importante descenso de los contratos sobre índices, reduciéndose su nominal emitido hasta los 600.000 euros.

Emisiones de contratos de compra/venta de opciones registradas en la CNMV

CUADRO 5.7

Importes en miles de euros

	Número		Importe ¹			
	Emisores	Emisiones	Total	Acciones	Índices	Otros
2002	13	34	1.478.447	1.388.449	0	89.998
2003	8	41	500.838	474.511	26.327	
2004	8	31	247.717	195.305	48.662	3.750
2005	4	13	112.200	87.800	16.400	8.000
2006	4	12	206.840	196.240	600	10.000

Fuente: CNMV.

1. Importe nominal del contrato.

5.4 Mercados de derivados sobre mercaderías

En 2006, el Mercado de Futuros sobre Aceite de Oliva⁹ (MFAO) experimentó un notable crecimiento. Se negociaron un total de 50.628 contratos¹⁰ de futuros sobre aceite de oliva, lo que supuso un aumento del 58,1%. Las posiciones abiertas pasaron de 7.625 contratos a finales de 2005 a 9.375 a finales de 2006.

Durante el año, el MFAO ganó en liquidez. Además del número de contratos, negociados también aumentó el número de participantes hasta 166 desde los 117 existentes a finales de 2005. A ello se añadió la incorporación de un nuevo miembro industrial, Hojiblanca S.C.A., al ya existente, Sos Cuétara S.A.

8. Los cuatro emisores de estos contratos financieros en 2006 con los respectivos importes emitidos, en millones de euros, entre paréntesis fueron: Banco Español de Crédito (86,2), Banco Guipuzcoano (80,0), Banco Popular Español (30,0) y Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Guipúzcoa y San Sebastián (10,6). Hay que destacar que aunque el número de emisores es el mismo que en 2005, solamente dos de ellos, el Banco Guipuzcoano y la Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Guipúzcoa y San Sebastián emitieron este tipo de valores.

9. El Mercado de Futuros sobre Aceite de Oliva (MFAO) inició su actividad el 6 de febrero de 2004. Es el segundo mercado sobre mercaderías que se autoriza en España, después del Mercado de Futuros sobre Cítricos y Mercaderías (FC&M), y el primer mercado a nivel mundial en el que se negocian derivados sobre el aceite de oliva.

10. Cada contrato de futuros sobre aceite de oliva tiene un tamaño de una tonelada.

Número de miembros en MFAO

CUADRO 5.8

	2005	2006
Liquidadores custodios	5	5
Liquidadores	7	7
Negociadores	2	2
Industriales	1	2
Total	15	16

Fuente: MFAO.

Por otra parte, debe señalarse un fuerte aumento de la negociación en los *warrants* sobre materias primas del segmento específico del mercado continuo bursátil reservado para estos instrumentos. La tendencia alcista en los precios del petróleo durante buena parte del año impulsó la contratación de *warrants* sobre el petróleo tipo *brent*. Las primas negociadas aumentaron fuertemente, pasando de 9,8 millones de euros a 34,3. A su vez, las primas de los *warrants* sobre la onza de oro también aumentaron significativamente, pasando de 2,8 millones de euros a 18,2 en 2006, a lo que contribuyó el aumento que se produjo en el precio del oro en la primera parte de año y el acusado descenso experimentado en la segunda. Como novedad, cabe señalar el inicio de la contratación de *warrants* sobre el precio de la onza de plata, cuya negociación en el año fue de 2,4 millones de euros.

III Entidades financieras y servicios de inversión

6 Inversión colectiva

La evolución de las instituciones de inversión colectiva (IIC) en 2006 no ha sido tan satisfactoria como en años anteriores. Se ha producido un importante trasvase del ahorro hacia los depósitos bancarios como consecuencia de las subidas de tipos, de la modificación en la fiscalidad del ahorro y del cambio de estrategia de las entidades de crédito que se han visto necesitadas de recursos para poder hacer frente a la demanda de crédito hipotecario. Este hecho, junto con el aumento de la demanda de fondos extranjeros, han sido las notas más destacadas del pasado ejercicio.

Las principales novedades de 2006 han sido: la nueva Ley del IRPF¹ que afecta a la fiscalidad del ahorro y, por tanto, a los fondos de inversión, la salida a bolsa de los primeros fondos cotizados o ETF (*Exchange Traded Funds*), el registro de las primeras IIC de inversión libre reguladas en España por el Reglamento de IIC² y la Circular 1/2006³ por primera vez, y la nueva circular de folletos⁴ que introduce mejoras en la información que se debe proporcionar a los partícipes.

Respecto a la nueva tributación de los fondos de inversión, cabe destacar que a partir del 1 de enero de 2007, todas las rentas que la ley califica como procedentes del ahorro tributarán a un tipo único del 18%, independientemente de su plazo de generación⁵. Es decir, se suprime la distinción que establecía la tributación al tipo marginal si la generación de la plusvalía era menor de un año y a un tipo fijo si el plazo era superior. También cambia el porcentaje de retención fiscal que se aplica sobre las ganancias obtenidas, que pasará del 15% al 18%.

Un aspecto importante de esta reforma es que mantiene el régimen de diferimiento por traspasos, es decir, que no se tributará por las ganancias generadas por el cambio de fondo en tanto no se haga efectivo el reembolso de las participaciones. Asimismo, dicha ventaja se mantiene para fondos domiciliados en otros países de la Unión Europea e inscritos en la CNMV, con algunos requisitos. Este régimen de diferimientos no será de aplicación a los fondos de inversión cotizados (ETF).

Las otras tres novedades mencionadas, los ETF, las IIC de inversión libre y la nueva circular de folletos, serán tratadas más adelante. Los aspectos relativos a la supervisión de las IIC se explican en el capítulo 11.

1. Ley 35/2006, de 28 de noviembre, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre Sociedades, sobre la Renta de no Residentes y sobre el Patrimonio.

2. Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (IIC), aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

3. Circular 1/2006, de 3 de mayo, de la CNMV, sobre Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre.

4. Circular 3/2006, de 26 de octubre, de la CNMV, sobre folletos explicativos de las IIC.

5. Véase apartado 3 del capítulo 1.

6.1 Fondos de inversión

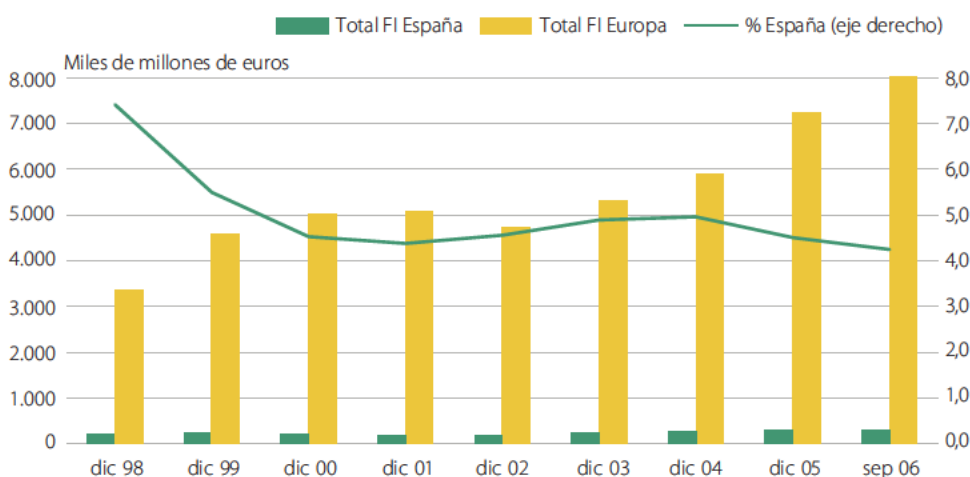
La inversión colectiva moderó su crecimiento en 2006. El patrimonio de los fondos mobiliarios (FI) aumentó un 3,1% en el conjunto del año, una cifra que se encuentra claramente por debajo del 11%-12% de 2004 y 2005. Es preciso resaltar que se produjeron más reembolsos que suscripciones, de forma que el aumento patrimonial se debió exclusivamente a los rendimientos (véase anexo II.1). En 2005 el incremento patrimonial debido a las suscripciones netas fue del 6% y los rendimientos netos aportaron el 5% restante.

Este reducido crecimiento patrimonial se ha producido a pesar de las elevadas rentabilidades de los fondos de renta variable. La causa principal ha sido el trasvase del ahorro conservador hacia los depósitos bancarios. La reforma fiscal comentada favoreció asimismo la anticipación de los reembolsos en la segunda parte del año, para poder aprovecharse así del mejor tratamiento fiscal de las plusvalías. También hay que señalar que los inversores menos aversos al riesgo eligen cada vez más fondos ofrecidos por grandes gestoras internacionales que tienen ofertas más amplias de fondos de riesgo alto y muy alto y que otras gestoras nacionales más pequeñas no pueden ofrecer.

El patrimonio de los FI gestionados por las gestoras supuso el 28% del PIB frente al 30% en 2005. Las IIC en su conjunto suponían en torno al 12,6% de los activos financieros totales de los hogares a 30 de septiembre de 2006 frente al 13% en 2005⁶.

Evolución del patrimonio de los fondos de inversión en España y en Europa

GRÁFICO 6.1



Fuente: CNMV.

Considerando el ámbito europeo, los fondos de inversión españoles ocupan el séptimo lugar por volumen de patrimonio, con el 4% de los activos totales gestionados⁷ (véase gráfico 6.1). En 2005 ocupaban la sexta posición, con un peso del 5% del total. En primer lugar se encuentra Luxemburgo con el 24%, seguido de Francia (20%), Alemania (14%), Reino Unido (10%), Irlanda (9%) e Italia (5%).

6. Véase anexo I.2 y capítulo 1.3. Decisiones financieras de los agentes económicos.

7. Fuente: EFAMA (European Fund and Asset Management Association). Datos hasta septiembre de 2006.

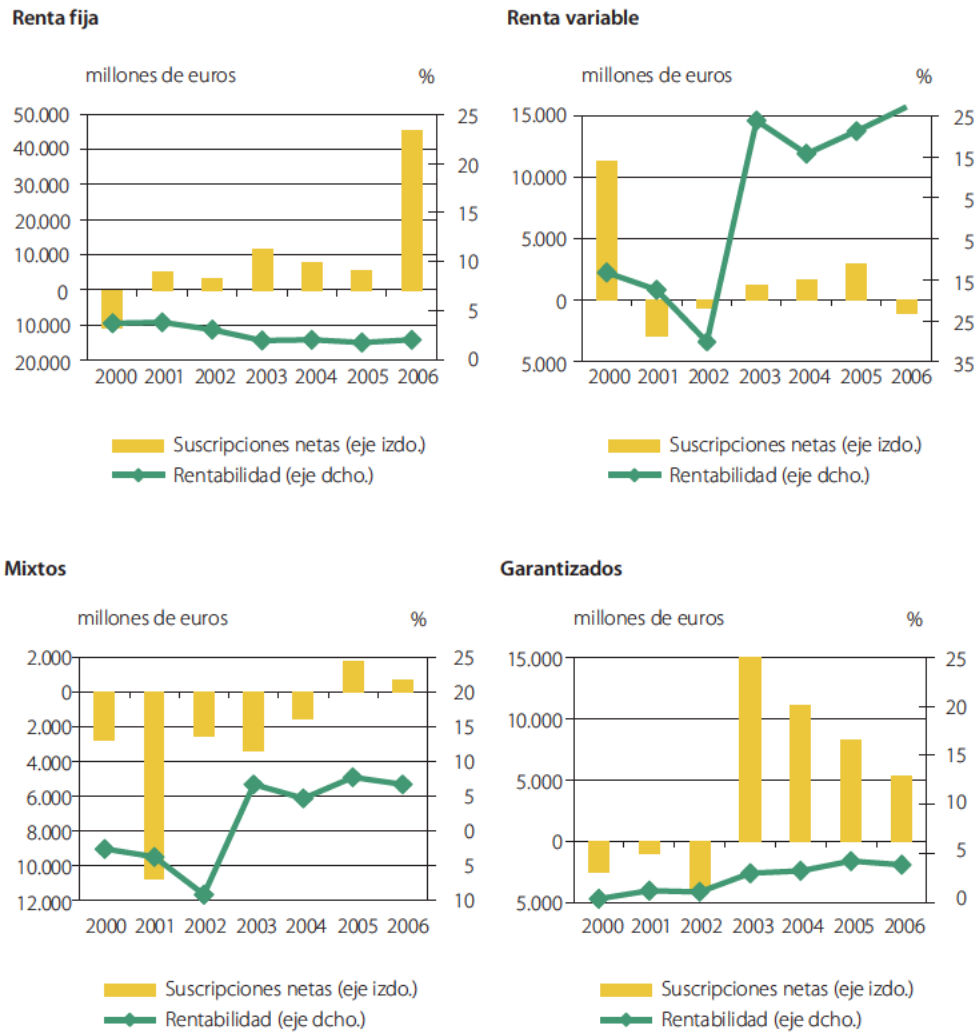
6.1.1 Patrimonio y rentabilidad

La distribución de las inversiones en los diferentes tipos de fondos en 2006 mantuvo la orientación conservadora apreciada en años anteriores.

Los fondos de renta fija a corto plazo acapararon buena parte de las suscripciones netas de los fondos de inversión mobiliarios (FIM) como consecuencia de la desaparición de los FIAMM (véase epígrafe 6.1.2). La rentabilidad de estos fondos siguió siendo reducida pese a su repunte. Los fondos globales concentraron también un porcentaje importante de suscripciones netas pese a que las rentabilidades siguieron siendo reducidas (véase gráfico 6.2).

Suscripciones netas y rentabilidad de los fondos de inversión mobiliarios

GRÁFICO 6.2



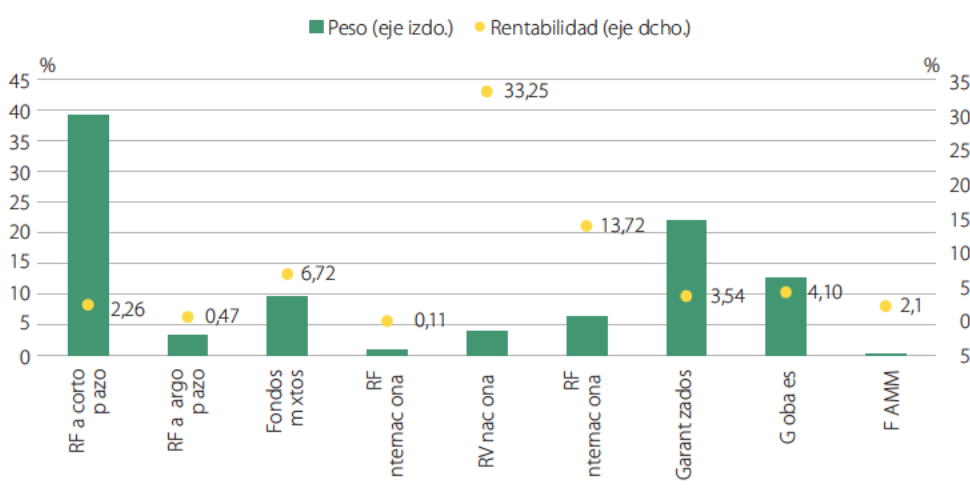
Fuente: CNMV.

Por el contrario, pese a las atractivas rentabilidades de los fondos de renta variable, tanto nacional como internacional, las suscripciones netas de estos fondos fueron negativas. Su crecimiento patrimonial se explica por los importantes rendimientos netos de la cartera. En una situación intermedia se encontraron los fondos mixtos: suscripciones netas positivas pero reducidas y rentabilidades superiores a los fondos de renta fija a corto plazo y garantizados.

En el gráfico 6.3 puede verse cómo ha quedado distribuido el patrimonio de los fondos a finales de 2006 y la rentabilidad acumulada hasta la fecha. Se observa claramente que las categorías que concentran mayores patrimonios (renta fija a corto plazo, garantizados y globales) ofrecieron rentabilidades reales reducidas o negativas. En cambio los fondos de renta variable con rentabilidades muy superiores tienen un peso reducido en el patrimonio de los fondos de inversión mobiliarios.

La evolución histórica de las rentabilidades y las suscripciones netas de las diferentes categorías de fondos de inversión están recogidas en el anexo II.5.

Distribución¹ y rentabilidades de los fondos de inversión mobiliarios GRÁFICO 6.3



Fuente: CNMV.

1. Peso del patrimonio de cada categoría sobre el patrimonio total de los fondos de inversión mobiliaria a 31 de diciembre de 2006.

Fondos de inversión inmobiliarios

El crecimiento patrimonial de las IIC inmobiliarias continuó siendo muy importante en 2006, un 35,3% en el conjunto del año, aunque se produjo una desaceleración si se compara con el crecimiento del 50% registrado en 2004 y 2005. La mayor parte de este aumento, un 79%, se debió a las suscripciones netas y el 21% restante a los rendimientos netos de la cartera. La rentabilidad agregada anual de los FII alcanzó el 5,98% en 2006, algo superior a la obtenida en 2005 (5,35%). En el anexo II.5 se muestra la evolución de las rentabilidades desde 2001.

Pese a esta fuerte expansión, el patrimonio de las IIC inmobiliarias continuó siendo muy reducido en relación a las IIC mobiliarias, ya que a finales de 2006 su patrimonio era de 9 mil millones de euros, cifra que suponía el 2,9% del total de IIC.

Las suscripciones netas fueron positivas en todos los fondos. La mayor parte del patrimonio continuó concentrado en dos de ellos, Santander Banif Inmobiliario y

BBVA Propiedad, que a finales de 2006 representaban más del 74% del total. Es de destacar el aumento del peso de los fondos Sabadell BS Inmobiliario y AC Patrimonio Inmobiliario.

Entidades financieras
y servicios de inversión
Inversión colectiva

6.1.2 Partícipes e instituciones

El número de partícipes en fondos de inversión españoles alcanzó los 8,6 millones en 2006, un 2,2% más que el año anterior (véase anexo II.1). Siguen siendo los fondos de renta fija y los garantizados de renta variable los que acumulan mayor número de partícipes. No obstante se han registrado incrementos significativos en los partícipes de los fondos de renta variable internacional de los Estados Unidos, fondos globales y renta variable internacional emergentes. El patrimonio medio por partícipe en el conjunto de la industria de fondos ascendió a 31.000 euros. El 97% de los inversores en fondos eran personas físicas que acumulaban el 74% del patrimonio.

En cuanto al número de fondos de carácter financiero registrados en la CNMV en 2006 era de 2.853, y su patrimonio medio inferior a los 95 millones de euros, una cifra alejada de las estimadas en los principales países del ámbito europeo⁸.

La nueva regulación de las IIC⁹, a diferencia de la anterior¹⁰, únicamente contempla un tipo de fondo que, a su vez, puede ser de carácter financiero o de carácter no financiero. Por lo tanto los FIAMM, de acuerdo con el Reglamento de la Ley

Altas y bajas en el registro de entidades en 2006

CUADRO 6.1

Tipo de entidad	Entidades registradas a 31/12/05	Altas	Bajas	Entidades registradas a 31/12/06
Total IIC de carácter financiero¹	5.841	506	342	6.010
Fondos de inversión	2.723	378	248	2.853
Sociedades de inversión	3.118	126	94	3.150
IIC de IIC de inversión libre	0	2	0	2
IIC de inversión libre	0	5	0	5
Total IIC inmobiliarias	13	4	0	17
Fondos de inversión inmobiliaria	7	2	0	9
Sociedades de inversión inmobiliaria	6	2	0	8
Total IIC extranjeras comercializadas en España	260	92	12	340
Fondos extranjeros	115	52	4	163
Sociedades extranjeras	145	40	8	177
SGIIC	112	4	2	114
Depositarios	135	0	3	132

Fuente: CNMV.

1. En las referencias a los fondos de inversión no se incluyen los fondos de inversión libre ni los fondos de IIC de inversión libre.

8. Según estimaciones de la EFAMA (2006) Fact Book, el tamaño medio de los fondos de inversión europeos estaría alrededor de 157 millones de euros, cifra muy alejada de la de los fondos estadounidenses.

9. La Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003.

10. La Ley 46/1984, de 26 de diciembre, y el Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 46/1984.

35/2003, disponían de un año para adaptarse a él, por lo que la mayoría de ellos se han transformado en fondos de inversión mobiliaria (FIM). En el cuadro 6.1 aparecen incluidos en los fondos de inversión de carácter financiero.

Asimismo, se han regulado dos nuevas categorías de IIC de carácter financiero: las IIC de inversión libre y las correspondientes IIC de inversión libre y los fondos cotizados.

En cuanto a los fondos cotizados se hallan regulados en el artículo 49 del Reglamento. Sus participaciones están admitidas a cotización en las bolsas de valores y su objetivo de inversión es reproducir un índice bursátil o de renta fija que cumpla las condiciones establecidas en el artículo 38.2.d del Reglamento¹¹. En España cotizan tres ETF españoles y dos extranjeros.

El patrimonio de los tres españoles asciende a 364 millones de euros. En Europa cotizaban a finales de 2006 291 ETF, frente a los 159 que había a finales de 2005. Asimismo el patrimonio creció un 54% durante este año hasta alcanzar los 71.710 millones de euros. El índice Euro Stoxx 50 es el más utilizado por los ETF europeos.

IIC de inversión libre

El Reglamento de la Ley 35/2003 reguló por primera vez en España las IIC de inversión libre, también conocidas como “fondos de gestión alternativa” o *hedge funds*¹². La Circular 1/2006 de la CNMV desarrolla con mayor detalle el régimen aplicable a tales instituciones, aunque a principios de 2007 se modificó el Reglamento en lo que afecta al régimen de suscripciones y reembolsos, así como otras cuestiones técnicas¹³.

A finales de 2006 se habían registrado en la CNMV cinco fondos de inversión libre y dos fondos de fondos de inversión libre, cuyas características principales son:

- Fondos de inversión libre: de los cinco, tres de ellos llevan a cabo una estrategia *long-short*, otro está especializado en el arbitraje de divisas y el último se ha especializado en la inversión en valores no cotizados emitidos por instituciones microfinancieras.
- Fondos de fondos de inversión libre: los dos llevan a cabo una política de inversión idéntica, ambos son globales multiestrategia, es decir, diversifican su cartera invirtiendo en fondos que lleven a cabo diferentes estrategias de gestión alternativa tales como arbitraje de renta fija, convertibles, global macro y *long-short* entre otras.

No obstante, el mayor desarrollo de la industria española de inversión libre está por venir y lo hará a raíz de la modificación del Reglamento mencionada más arriba, ya que se permite establecer plazos de preaviso y pago de reembolsos más amplios que los que existen para los fondos ordinarios, aspecto éste que los expertos señalan como esencial para que la figura se desarrolle en toda su amplitud.

11. Véase capítulo 2, apartado 2.6.

12. Véase capítulo 11.3 sobre las características y la regulación de estas IIC.

13. Real Decreto 362/2007, de 16 de marzo, por el que se modifica el Reglamento que desarrolla la Ley 35/2003, aprobado por el Real Decreto 1309/2005.

Riesgos de la actividad de los hedge funds sobre la estabilidad financiera y el funcionamiento de los mercados

Existe en la actualidad una preocupación generalizada por parte de los supervisores en relación a los riesgos asociados a la actividad de los *hedge funds* por su carencia de regulación respecto a la inversión tradicional, así como la transmisión de estos riesgos a los mercados, a las entidades en las que invierten o a las que les proporcionan financiación, especialmente bancos y *brokers*, para los que constituyen una fuente creciente de negocio. Una de las principales características que define a los *hedge funds* es su capacidad para endeudarse hasta un límite de cinco veces el valor de su patrimonio.

El G7 ha incluido la “transparencia de los *hedge funds*” dentro de los principales asuntos a tratar en la primera mitad de 2007. El Forum para la Estabilidad Financiera presentará una actualización del informe realizado en 2000 sobre la industria de los *hedge funds* en el encuentro del Fondo Monetario Internacional que tendrá lugar en abril de 2007 a solicitud del G7.

Los principales riesgos asociados a la operativa de los *hedge funds* que se pueden identificar son los siguientes:

Riesgo sistémico: El riesgo sistémico resulta de la combinación del apalancamiento, de la correlación de las estrategias utilizadas y de la actividad de *trading*. Se ha señalado que los *hedge funds* presentan estructuras financieras similares a las de la banca de inversión y la banca comercial con ROA bajo y un endeudamiento y ROE altos. Los inversores en *hedge funds* esperan obtener rentabilidades elevadas. Teniendo en cuenta que los costes de transacción son más altos que en cualquier otro tipo de fondo, casi la única manera de obtener una rentabilidad alta es apalancándose. Los *hedge funds* se apalancan mediante préstamos tanto de dinero como de valores, repos y derivados.

Al menos el 70% de los *hedge funds* realizan inversiones apalancadas sobre un diferencial de riesgo entre dos activos (estrategia largo-corto) y suelen coincidir en la apuesta que hacen sobre dicho diferencial. Los bancos de inversión utilizan estrategias de inversión similares y esto aumenta el riesgo de concentración (*crowding of trades*).

Por otro lado, la importancia de la actividad de los *hedge funds* en la formación de los precios de los activos es elevada, pues están involucrados en un gran porcentaje de las operaciones que se realizan en los mercados más importantes.

Otra fuente potencial de riesgo sistémico proviene de la posibilidad de que los *hedge funds* se vean obligados a liquidar sus posiciones en derivados a gran escala (son grandes vendedores de *puts* que se encuentran muy fuera de dinero). Tales *puts* tienen poca probabilidad de ser ejercitados, aunque a veces esto ocurre como pasó con el fondo LTCM en 1998.

Debe señalarse que desde la quiebra de LTCM no se ha vuelto a producir otra similar con tanto impacto sistémico. Sin embargo, la probabilidad de que estas instituciones incurran en pérdidas no es despreciable, como pone de manifiesto el elevado número de *hedge funds* que causaron baja en Estados Unidos en 2006 (véase capítulo 1).

Problemas de gobierno en las empresas: La participación de un *hedge fund* en el accionariado de una empresa, ya sea con criterios de permanencia, especulativos o de cobertura puede influir en su estabilidad debido a la capacidad para ejercer una influencia notable en la gestión o entrar en conflictos de interés con los restantes accionistas de la misma.

Abuso de mercado: Algunos fondos operan en la frontera de las prácticas aceptables respecto al uso de información privilegiada o a la manipulación de precios. Este tipo de riesgo suscita actualmente un debate en Estados Unidos, donde se propone la creación de un sistema de comunicación internacional para que los reguladores se alerten mutuamente sobre transacciones sospechosas.

Se alega a menudo que los inversores de *hedge funds* suelen ser personas o entidades con un conocimiento profesional de los mercados y que, por tanto, no necesitan el nivel de protección requerido por otros inversores. Sin embargo, los riesgos reseñados y el hecho de que los inversores minoristas también puedan acceder a este tipo de inversión a través de los fondos de *hedge funds* hace que los supervisores se cuestionen si debe abordarse o no la regulación del sector. En general, las soluciones propuestas hasta ahora apuntan hacia la necesidad de incrementar la información que se proporciona a los inversores, contrapartes y autoridades.

6.1.3. Política inversora y participaciones significativas de los fondos de inversión en empresas cotizadas

Los fondos mobiliarios en 2006 han aumentado el peso de la cartera interior en sus activos con respecto a 2005. El 49% está invertido en el exterior, la mayoría en euros, y en la cartera interior han alcanzado mayor protagonismo que en 2005 los valores de renta fija privada (19%), seguidos de acciones y participaciones y de la adquisición temporal de activos (ambas el 11,5%) (véase anexo II.4).

Participaciones significativas de las gestoras de IIC

CUADRO 6.2

Sociedad gestora	Número de valores del mercado continuo	Rango de participaciones ¹ (%)	
		Máxima	Mínima
Bestinver Gestión	16	9,2	1,1
Santander Gestión	14	4,3	1,1
Bansabadell Inversión	8	3,2	1,1
Barclays Fondos	5	1,7	1,0
Ibercaja Gestión	4	5,1	1,2
Sogeval	2	1,3	1,2
Bankinter Gestión de activos	1	1,3	1,3
Gescooperativo	1	2,1	2,1
Gestora Bancaja	1	1,9	1,9
Metagestión	1	1,1	1,1
Mutuactivos	1	1,6	1,6

Fuente: CNMV.

* Participaciones máxima y mínima de los fondos gestionados por la sociedad gestora en el capital de la sociedad del mercado continuo.

Al finalizar 2006, once sociedades gestoras de IIC tenían bajo gestión fondos cuya inversión conjunta en valores de emisores españoles superaba el 1% del capital de la sociedad participada. Destacan dos de ellas (Bestinver Gestión y Santander Gestión), tanto por el número de valores del mercado continuo en los que mantenían participaciones significativas, como por el volumen de dicha participación (véase cuadro 6.2). El número de empresas en las que los fondos de inversión tenían participaciones significativas ascendía a 25 al finalizar el ejercicio. De ellas, sólo una pertenecía al Ibex 35 (Corporación Mapfre), por lo que cabe concluir que el grueso de participaciones significativas tenía lugar sobre sociedades de capitalización mediana y pequeña. En cuatro empresas¹⁴ las participaciones agregadas del conjunto de fondos de inversión alcanzaban una proporción superior al 10% del capital total.

6.1.4 Comisiones

Para los fondos de inversión de carácter financiero las comisiones de gestión bajaron desde el 1,07% del patrimonio medio diario en 2005 hasta el 1,03% en 2006 (véase anexo II.3). Hay que destacar el aumento en 2006 de las gestoras que cargan una comisión de gestión al fondo en función de los resultados en vez de un porcentaje del patrimonio. Son 297 fondos mobiliarios los que pagan una comisión mixta, es decir, parte de la comisión se calcula en función del patrimonio y parte en función de los resultados, y sólo cuatro fondos pagan comisión sobre resultados exclusivamente. La mayoría de ellos son fondos globales. A finales de 2005 eran 244 los fondos que aplicaban la comisión mixta y cuatro sólo por resultados.

La comisión de depósito disminuyó su peso en 2006 pasando del 0,10% al 0,09% del patrimonio medio diario.

Se ha observado en el periodo 2000-2005 una reducción en las comisiones de gestión cargadas por las gestoras españolas especialmente en los fondos que invierten en renta fija¹⁵. Las comisiones de depósito, por el contrario, han permanecido estables. Dicha disminución ha sido debida principalmente a la reducción legal que sufrieron las comisiones en el año 2000, al contexto macroeconómico de bajos tipos de interés y a la escasa competencia que existe en el sector.

En relación a este último punto, según datos de 2005, las diez mayores gestoras de instituciones de inversión colectiva (de un total de 101) concentraban cerca del 75% del patrimonio total de los fondos de inversión, un porcentaje que apenas ha variado desde el año 2000. Son dos las entidades que concentraban casi el 45% del patrimonio de los fondos de inversión, BSCH y BBVA. De hecho estas dos gestoras apenas se ven afectadas por la competencia, ya que la reducción registrada en sus comisiones de gestión durante el periodo 2000-2005 ha sido menor que la del resto de las gestoras.

Entre los elementos que podrían haber limitado el descenso de las comisiones de los fondos de inversión españoles y que podrían estar impidiendo el aumento de la importancia relativa de las entidades financieras más competitivas, cabe destacar la tradición bancaria española y la influencia en el inversor de la reputación de la entidad, además de las deficiencias en la difusión de información.

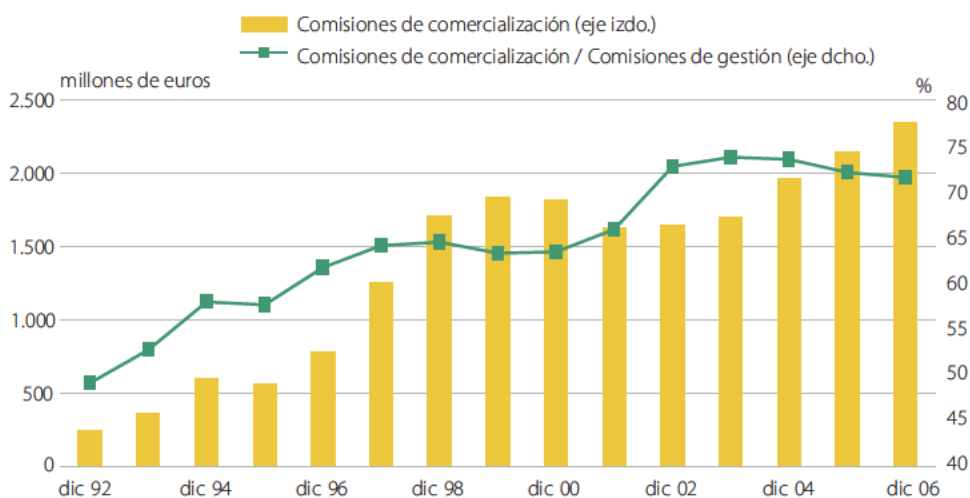
14. Viscofán, AC. Miquel Costas y Miquel, Tubacex y Construcciones Auxiliares de Ferrocarriles, S.A.

15. Véase la monografía n.º 21 publicada por la CNMV: "Estudio sobre la evolución y los determinantes de las comisiones de gestión y depósito de los fondos de inversión", María Isabel Cambón Murcia.

Por otra parte, en la comisión de gestión tiene un peso muy importante el coste de distribución de los fondos. El hecho de que el nuevo Reglamento de fondos permita a las gestoras comercializar directamente sus fondos no ha supuesto una disminución de las comisiones, ya que estos se siguen vendiendo principalmente a través de las redes comerciales de los bancos del grupo. En el gráfico 6.4 se observa el aumento paulatino de las comisiones de comercialización y su peso en el total de las comisiones de gestión.

Comisiones de comercialización de fondos de las SGIC

GRÁFICO 6.4



Fuente: CNMV.

Las comisiones de gestión y depositaría son las partidas más relevantes en la cuenta de resultados de una IIC. Sin embargo, la información necesaria para la elección por parte del inversor del fondo que mejor se adapte a su perfil de riesgo va más allá. En este sentido, el Reglamento que desarrolla la Ley 35/2003 en su artículo 22 y la Circular 3/2006¹⁶ recogen algunas novedades que debe contener el folleto de las IIC.

La Comisión Europea se pronunció en 2004 a favor de que los fondos incluyeran en el folleto simplificado información acerca de los gastos operativos (TER: *Total Expense Ratio*) y el índice de rotación de la cartera y emitió una recomendación relativa a determinados contenidos de dicho folleto¹⁷ donde se describen los citados indicadores y su cálculo.

El *Total Expense Ratio* en la normativa española

Los gastos operativos o *Total Expense Ratio* (TER) representan la influencia en la rentabilidad de un fondo producida por los gastos en los que éste incurre, teniendo en cuenta no sólo los gastos de gestión y depositaría sino, además, otro tipo de gastos tales como los de auditoría, administración, distribución, etc. El TER es, por tanto, el porcentaje de reducción anual en la rentabilidad

16. Circular 3/2006, de 26 de octubre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre folletos explicativos de las Instituciones de Inversión Colectiva.

17. Recomendación 2004/384/CE de la Comisión, de 27 de abril de 2004.

del partícipe producido por los gastos fijos operativos si los mercados permanecieran planos y el fondo mantuviera su cartera sin operar durante un periodo. El TER no incluye, por tanto, los costes de transacción, ya que éstos se contabilizan como parte del precio de adquisición de un activo y no como un gasto. Por lo tanto, la CE recomienda que se presenten por separado. En cualquier caso debe informarse sobre la *ratio* de rotación de la cartera para tener una idea del coste de realizar una gestión activa.

La Circular sobre folletos de IIC de la CNMV recoge las exigencias de información del artículo 22 del Reglamento de IIC. Es decir, tanto el folleto completo como el simplificado deben informar sobre los gastos totales y el índice de rotación de la cartera, así como proporcionar información histórica de su rentabilidad. Esta información coincidirá en todo momento con la recogida en el último informe semestral.

Otra recomendación de la CE es la divulgación de un valor de referencia con independencia de que su objetivo de inversión se establezca o no explícitamente con respecto a dicho valor. También se aconseja a los Estados miembros que exijan un indicador cuantitativo del riesgo basado en la volatilidad del fondo, aunque sujeto a futuros trabajos sobre la convergencia de este tipo de indicadores de riesgo. En la citada circular de la CNMV, siguiendo al Reglamento, se exige que se incluya el índice de referencia, si existiera, en el apartado del folleto dedicado a la política de inversión, así como una evaluación del perfil de riesgo y el perfil del tipo de inversor al que va dirigida la IIC.

En conclusión, cada vez se exige una mayor información para que el partícipe pueda tomar una decisión adecuada sobre el fondo en el que invertir. Dicha información y su utilidad se concretan en los siguientes puntos: la comparación de la rentabilidad del fondo con un índice de referencia permite evaluar la calidad de la gestión. Asimismo, el índice de rotación de la cartera proporciona información acerca de los resultados de la gestión activa y la capacidad de los gestores para batir a los mercados. El TER indica la cuantía en la que los costes operativos del fondo merman la rentabilidad del mismo. Un indicador del riesgo permite adecuar la inversión al perfil de cada inversor.

Los estudios que analizan las comisiones de los fondos de inversión a escala internacional confirman que el TER que soportan los fondos de inversión españoles está por encima tanto de los fondos norteamericanos como de los europeos (salvo Italia).

6.2 Sociedades de inversión

A finales de 2006, el número de SICAV ascendía a 3.150, 32 más que en el ejercicio anterior. Teniendo en cuenta que de las nuevas SICAV 46 corresponden a SIM¹⁸ transformadas, en 2006 se han producido más bajas que altas en el registro de SICAV.

18. Sociedad de inversión mobiliaria de capital fijo.

El patrimonio gestionado por las sociedades de inversión superaba los 30.000 millones de euros (en torno al 3% del PIB español), lo que supone un incremento superior al 9% con respecto a 2005 (véase cuadro 6.3). Desde el año 2000 hasta ahora el número de SICAV se ha duplicado y presenta un crecimiento sostenido cada año, tanto en patrimonio como en número de sociedades. El ejercicio 2006 puede considerarse una excepción a la vista de la disminución en su número de inversores (-2%) y el menor incremento de su patrimonio (9,2%).

El patrimonio medio por accionista de las SICAV superaba los 73.000 euros al finalizar 2006 y el patrimonio medio de cada SICAV alcanzaba los 9,5 millones de euros. En comparación con los fondos (31.000 euros de media por partícipe y 96 millones de euros de patrimonio medio), el patrimonio gestionado por las sociedades sólo representa un 11% del de ellos y los inversores no llegan al 5% de los que invierten en fondos.

A finales de 2006 ya no se encontraba registrada ninguna SIM (véase cuadro 6.1), ya que la nueva regulación de IIC¹⁹ sólo contempla dos tipos de sociedades, las de carácter financiero y las de carácter no financiero. Por lo tanto, de todas las SIM que existían, 46 se han transformado en SICAV, una se liquidó y otra se transformó en SA.

A efectos de comparación, en el cuadro 6.3 en el año 2005 se han incluido las SIM que se encontraban registradas a finales de dicho año. El patrimonio de las SIM alcanzaba en esa fecha los 858 millones de euros, de los que 808 millones corresponden a las SIM que se han transformado en SICAV. El patrimonio de estas 46 SIM transformadas a finales de 2006 ascendía a 958 millones de euros.

Distribución del patrimonio de las sociedades de inversión

CUADRO 6.3

Importes en miles de euros	2005	2006	Var. (%)
Liquidez	728.697	802.209	10,1
Inversión en cartera	26.885.114	29.294.103	9,0
Cartera interior	13.851.528	15.553.811	12,3
Acciones	5.906.624	6.727.296	13,9
Participaciones en fondos de inversión	941.317	1.095.026	16,3
Activos monetarios públicos	128.214	463.412	261,4
Otra renta fija pública	896.881	678.176	24,4
Activos monetarios privados	359.118	555.449	54,7
Otra renta fija privada	397.279	554.840	39,7
Warrants y opciones nacionales	15.563	19.740	26,8
Adquisición temporal de activos	5.206.239	5.459.108	4,9
Cartera no cotizada	293	764	160,8
Cartera exterior	13.033.586	13.740.292	5,4
Euros	9.178.471	9.847.688	7,3
Resto	3.855.085	3.892.604	1,0
Saldo neto (deudores acreedores)	4.035	56.412	1.498,1
Patrimonio	27.609.746	30.152.724	9,2
Pro memoria: número de accionistas	418.920	410.403	2,0

Fuente: CNMV.

19. La Ley 35/2003, de 4 de noviembre, y el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003.

La mayoría de las SICAV comenzaron a cotizar en el MAB (Mercado Alternativo Bursátil) a partir de junio, fecha en que empezó a funcionar dicho mercado. Concretamente, 2.405 SICAV cotizan en el MAB frente a 746 que aún lo hacen en el segmento de corros y una en el mercado continuo²⁰.

6.3 IIC extranjeras comercializadas en España

Las IIC extranjeras continuaron aumentando en 2006 si bien a un ritmo no tan elevado como en los dos años anteriores. Estas IIC suelen tener una gama más completa de fondos para inversores demandantes de riesgo alto o muy alto que en muchos casos les están permitiendo obtener elevadas rentabilidades. Como puede observarse en el cuadro 6.4, su comercialización se viene realizando fundamentalmente a través de los dos grandes bancos españoles (BSCH y BBVA) y dos grandes bancos europeos (BNP y Deutsche Bank). Estas cuatro entidades acumulan más de la mitad del total de IIC extranjeras comercializadas en España.

En el anexo II.5 se incluye el importe comercializado neto de IIC extranjeras por las entidades españolas y las extranjeras residentes. En comparación con las suscripciones netas de fondos españoles en 2006, las de las IIC extranjeras han superado en 11 millones de euros a las primeras²¹.

Las 10 principales comercializadoras de IIC extranjeras en España* CUADRO 6.4

Importes en millones de euros

Comercializadora	Grupo Financiero	Volumen de inversión		
		Importe	Variación	Cuota (%)
All Funds Bank	SCH	8.766	26,3	19,9
BBVA	BBVA	4.271	56,5	9,7
BNP Paribas España	Banque Nationale de Paris	3.434	19,3	7,8
Banco Banif	SCH	3.294	44,3	7,5
Deutsche Bank	Deutsche Bank	2.621	18,6	5,9
Morgan Stanley	Morgan Stanley Dean Witter	1.712	24,4	3,9
UBS España	UBS	1.709	22,6	3,9
Popular Banca Privada	Banco Popular	1.645	43,1	3,7
Crédit Suisse	Crédit Suisse	1.396	21,3	3,2
Banco Español de Crédito	SCH	1.215	30,4	2,8
Subtotal 10 primeras		30.063		68
Total comercializado		44.049	31,2	100,0

Fuente: CNMV.

El patrimonio se incrementó un 31% durante 2006 al alcanzar los 44.000 millones de euros. El número de partícipes aumentó significativamente, un 39%, hasta alcanzar los 779.000. También es de resaltar el aumento en el número de IIC extranjeras comercializadas, que pasó de 260 en 2005 a 312 a finales de 2006.

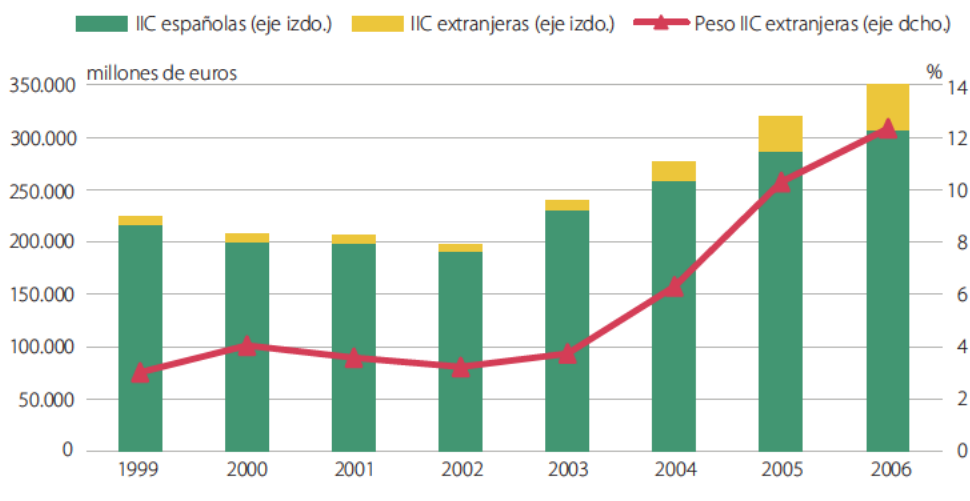
20. Para mayor detalle véase capítulo 2, cuadro 2.5.

21. En 2006 el importe comercializado neto en España de IIC extranjeras fue positivo (6.435 millones de euros), al contrario de lo que ocurrió con las suscripciones netas de FI españoles. Véase anexo II.5.

La importante expansión de las IIC extranjeras comercializadas en España desde 2003 ha elevado su peso hasta niveles ya significativos, al representar el 12,5% del total de IIC mobiliarias comercializadas en España en 2006 (véase gráfico 6.5).

Patrimonio y peso de las IIC extranjeras comercializadas en España

GRÁFICO 6.5



Fuente: CNMV.

6.4 Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC)

A finales de 2006 existían 114 SGIIC, tras haberse dado de alta cuatro entidades²² y dos de baja²³.

Respecto a las solicitudes de autorización y ampliación de programa de actividades de SGIIC para gestión de IIC de inversión libre y/o IIC de inversión libre, se han recibido hasta finales de 2006 11 solicitudes de autorización de nuevas SGIIC especializadas en gestión libre y 26 solicitudes de ampliación de programa de actividades de SGIIC ya inscritas, es decir, entidades que con autorización para gestionar IIC ordinarias solicitan una autorización adicional para la gestión de este tipo de IIC. A fin del ejercicio se habían autorizado ya seis nuevas SGIIC y 11 ampliaciones de programas. En suma, 17 gestoras estaban autorizadas para gestionar IIC de inversión libre, lo que supone un 15% del total de SGIIC existentes a 31 de diciembre de 2006. Si todas las solicitudes son autorizadas, es probable que más de la tercera parte de las SGIIC puedan gestionar IIC de inversión libre.

La concentración temporal de estas autorizaciones, además de un gran esfuerzo para la CNMV en cuanto a medios asignados a esta tarea, ha requerido aclarar a los promotores los elementos más relevantes de la autorización. En este sentido, la CNMV ha prestado y prestará en el futuro especial atención a dos aspectos: los medios humanos y los sistemas de control.

En cuanto a los medios humanos, la experiencia y consultas de la CNMV con los profesionales de este mercado han puesto de manifiesto la extraordinaria impor-

22. Véase anexo II.6.

23. Las SGIIC que se dieron de baja fueron Sogecapital (del grupo Société Générale) y la independiente Hermes Gestión.

tancia que la formación y la experiencia de los gestores tienen en esta industria, que no es, en este sentido, una industria de sociedades gestoras sino de gestores. Sin embargo, el número de gestores disponible en España ha sido reducido en esta primera fase de desarrollo de la industria, por lo que no es infrecuente acudir a la subcontratación de entidades, casi todas extranjeras, para la prestación de los servicios más especializados.

En cuanto a los perfiles de las entidades autorizadas, es de destacar que la mayoría de los proyectos de nuevas entidades vienen promovidos por los propios profesionales, gestores de gran experiencia en este mercado, adquirida, en casi todos los casos, fuera de España. Es, como se ha mencionado, un subsector en el que predominan los gestores independientes. La situación es radicalmente distinta con las entidades que amplían su ámbito de actuación, en las que predominan los grandes grupos financieros que ya poseen este tipo de negocio fuera de España y lo trasladan aquí y otros que, a la luz de la nueva normativa, crean nuevas áreas de su negocio.

6.4.1 Patrimonio y resultados

Las SGIIC gestionan la totalidad de los fondos de inversión y el 97% de las sociedades registradas. El patrimonio medio gestionado por entidad aumentó considerablemente (desde 2,6 millardos de euros por entidad en 2005 hasta 2,9 millardos en 2006) debido a la revalorización de las carteras de las IIC (véase cuadro 6.5).

SGIIC. Número de sociedades y patrimonio gestionado o asesorado CUADRO 6.5

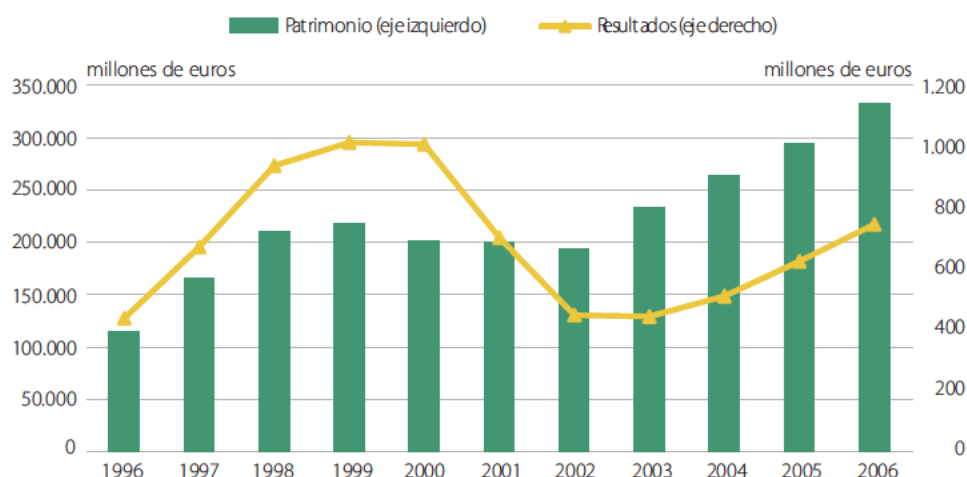
Importes en miles de euros			
	31/12/2005	31/12/2006	Var. (%)
Número de sociedades	112	114	1,79
Número de carteras	5.725	5.932	3,62
Patrimonio	287.278.698	332.871.930	15,87
Distribución por tipo de carteras			
Fondos de inversión			
Número	2.723	2.853	4,77
Patrimonio	262.197.627	270.406.307	3,13
IIC de IIC de inversión libre			
Número		2	100,00
Patrimonio		599	100,00
IIC de inversión libre			
Número		5	100,00
Patrimonio		24.420.257	100,00
Sociedades de inversión			
Número	2.989	3.049	2,01
Patrimonio	25.485.884	28.992.727	12,10
IIC inmobiliarias			
Número	13	17	30,77
Patrimonio	6.690.761	9.052.040	35,29

Fuente: CNMV

Las sociedades gestoras de IIC continuaron aumentando sus beneficios durante 2006. La recuperación de los resultados antes de impuestos desde 2003 es considerable, pero éstos distan todavía bastante de su máximo histórico del periodo 1998-2000, como puede comprobarse en el gráfico 6.6.

Sociedades Gestoras de IIC: patrimonio gestionado y resultados

GRÁFICO 6.6



Fuente: CNMV.

Las comisiones netas percibidas siguieron aumentando durante 2006 al mismo ritmo que en 2005, aunque las comisiones por gestión crecieron a un ritmo menor. El aumento del margen ordinario continuó siendo significativo, pero el ritmo de crecimiento de los gastos de explotación se duplicó. Como consecuencia de ello, el resultado antes de impuestos aumentó algo menos que en 2005.

Sociedades gestoras de IIC: cuenta de pérdidas y ganancias

CUADRO 6.6

Importes en miles de euros

	2005	2006	Variación
Margen financiero	29.633	42.673	44,0
Beneficios netos en valores	7.847	9.355	19,2
Comisiones netas percibidas	897.419	1.040.344	15,9
Comisiones percibidas	3.045.152	3.387.723	11,2
Gestión de IIC	2.976.233	3.280.953	10,2
Suscripción y reembolso de IIC	60.109	75.853	26,2
Otras	8.810	30.917	250,9
Comisiones satisfechas	2.147.733	2.347.379	9,3
Margen ordinario	934.899	1.092.372	16,8
Gastos de explotación	286.779	335.388	16,9
Margen de explotación	648.120	756.984	16,8
Amortizaciones y otras dotaciones	14.593	16.934	16,0
Otras ganancias y pérdidas	10.748	3.911	136,4
Resultado antes impuestos	622.779	743.961	19,5
Impuesto sobre sociedades	215.279	255.384	18,6
Resultados después de impuestos	407.500	488.577	19,9

Fuente: CNMV.

Las diez primeras gestoras por patrimonio gestionado concentraban el 66,7% del total del sector al cierre del ejercicio, así como el 60,3% de los resultados totales antes de impuestos²⁴. Las dos primeras gestoras (Santander Gestión de Activos y BBVA Gestión) obtuvieron el 31,5% de los resultados totales antes de impuestos con el 35,9% del patrimonio gestionado.

6.4.2 Rentabilidad sobre fondos propios

La rentabilidad sobre fondos propios (ROE) de las sociedades gestoras fue del 69% en 2006. Pese a este dato positivo agregado, existe un importante número de sociedades cuya rentabilidad lleva siendo muy reducida o negativa durante los últimos cinco años²⁵. El número de entidades en pérdidas disminuyó ligeramente, de 16 a 12 y el peso del patrimonio gestionado por estas entidades disminuyó del 1,67% al 1,02%. En cualquier caso, cabe señalar que la evolución en la actual fase expansiva del ciclo económico desde 2002 es positiva: el número de entidades en pérdidas era en 2002 del 25,6% del total, a finales de 2006 el porcentaje es del 10,52%.

Resultados antes de impuestos, ROE y n.º de entidades en pérdidas

CUADRO

6.7

Importes en miles de euros

	Resultados antes de impuestos	ROE antes de impuestos	N.º entidades en pérdidas
1999	1.012.857	86	14
2000	1.005.766	84	17
2001	701.725	63	20
2002	457.091	44	31
2003	445.318	44	23
2004	512.288	49	17
2005	622.779	53	16
2006	743.961	69	12

Fuente: CNMV.

6.5 Depositarios de IIC

Los depositarios tienen encomendado el depósito o custodia de los valores, de efectivo y, en general, de los activos objeto de las inversiones de las IIC, así como la vigilancia de la actuación de las sociedades gestoras y, en su caso, de otros administradores de las IIC²⁶. Así pues, los depositarios reúnen funciones de guarda y custodia y de control, esenciales para la protección de los inversores. Los bancos, las cajas de ahorro, las cooperativas de crédito y las sociedades y agencias de valores pueden ejercer la función de depositario. El registro de esta actividad corresponde a la CNMV.

Al finalizar 2006 estaban registrados en la CNMV 132 depositarios de IIC, tres menos que en el año anterior. Respecto a la cuota de mercado de los distintos tipos

24. Las 5 primeras gestoras por patrimonio son Santander Gestión de Activos, S.A., SGIIIC, BBVA Gestión, S.A., SGIIIC, Invercaixa Gestión, S.A., SGIIIC, Bansabadell Inversión, S.A., SGIIIC y Ahorro Corporación Gestión, S.A., SGIIIC.

25. 31 sociedades gestoras tienen una rentabilidad sobre fondos propios inferior al 10%, de las cuales en 12 casos son negativas.

26. Artículo 57 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.

de entidades depositarias, cabe señalar la preponderancia de los bancos, pues concentraban más del 67,5% del patrimonio en custodia de las IIC en diciembre. Les siguen en importancia las cajas de ahorro (28,3%), las cooperativas de crédito (1,8%) y las sociedades y agencias de valores (0,35%). Los bancos y las cajas han ganado cuota en detrimento de las cooperativas y sociedades y agencias con respecto a 2005.

7 Prestación de servicios de inversión

De acuerdo con la legislación española, diversos tipos de entidades pueden prestar servicios de inversión. Las entidades más especializadas en las actividades típicas de los mercados de valores son las sociedades de valores, las agencias de valores y las sociedades gestoras de cartera, todas ellas sujetas a la supervisión de la CNMV. Las entidades de crédito también prestan servicios de inversión y están igualmente sujetas en esta materia a la supervisión de la CNMV. Las entidades de crédito son especialmente importantes en la distribución de productos relacionados con el mercado de valores a nivel minorista debido a la gran extensión y penetración de su red comercial entre la población española. Según la Encuesta Financiera de las Familias, publicada por el Banco de España en 2004, en España el 97,7% de la población tenía abierta una cuenta bancaria. Esta encuesta también refleja que el 10,8% de la población posee valores y que el 7,2% posee fondos de inversión. La mayoría de los fondos de inversión y de los valores fueron adquiridos por la población en una entidad de crédito donde tienen abierta una cuenta bancaria.

Las entidades de crédito poseen mayor cuota de mercado que el resto de las entidades mencionadas en servicios de tanto peso como la gestión de patrimonios, la custodia y administración de valores y la comercialización de IIC. Las sociedades y agencias de valores tienen un peso preponderante en la actividad de mediación bursátil. Por su parte, las sociedades gestoras de cartera, aunque pueden realizar algunas actividades complementarias, están casi exclusivamente especializadas en la gestión discrecional de patrimonios mobiliarios.

En líneas generales, el buen momento de los mercados de valores repercutió favorablemente en la actividad y en los resultados de las entidades que prestan estos servicios durante 2006. En el ámbito de las empresas sujetas a la supervisión prudencial de la CNMV, la mejora generalizada de los resultados y el aumento de los fondos propios contribuyó al mantenimiento de un nivel de solvencia adecuado.

7.1 Entidades de crédito

7.1.1 Autorización y registro

Las entidades de crédito (EC) pueden prestar la totalidad de las actividades que se contemplan en el artículo 63 de la LMV; servicios de inversión y actividades complementarias, siempre que así esté previsto por su régimen jurídico y estatutos y cuenten con una autorización específica por parte de la autoridad reguladora¹.

1. El Banco de España es la autoridad encargada de autorizar las entidades de crédito e informa a la CNMV sobre las entidades de crédito autorizadas para prestar servicios de inversión.

A 31 de diciembre, en el Registro Oficial de la CNMV, correspondiente a las entidades de crédito nacionales que prestan servicios de inversión, se encontraban registradas 204 entidades de crédito nacionales (bancos, cajas de ahorro y cooperativas), dos menos de las registradas en 2005.

Las entidades de crédito extranjeras autorizadas a operar en España pueden, asimismo, prestar servicios de inversión, siempre que estas actividades estén previstas en su régimen de autorización². Las entidades de crédito extranjeras pueden operar en España mediante establecimiento físico (sucursal) o sin él.

Al finalizar 2006, en el Registro de la CNMV figuraban 52 entidades de crédito extranjeras con sucursal en España en disposición de prestar servicios de inversión. De estas 52 entidades, 45 eran entidades autorizadas en otros Estados miembros de la UE³. En cuanto a las entidades no comunitarias, su número es siete; tres entidades proceden de Estados Unidos, país no comunitario con el mayor número de entidades registradas en España.

Según el registro de la CNMV, las entidades de crédito extranjeras sin establecimiento físico que comunicaron su intención de prestar servicios de inversión en España ascendían a 323. Todas las entidades, salvo una, el Dresdner Bank, de nacionalidad suiza, habían sido autorizadas en otros Estados miembros de la UE⁴. El número de entidades que prestan servicios de inversión sin establecimiento físico aumentó en 2006 en un 8,4%, siguiendo la tendencia de años anteriores, con lo que se han convertido en uno de los principales elementos generadores de competencia en el mercado de los servicios de inversión.

7.1.2 Actividad en valores de las entidades de crédito

Las actividades relacionadas con los mercados de valores constituyen una importante fuente de ingresos para las entidades de crédito, ya que supusieron casi el 30% del total de los ingresos por comisiones percibidos por las entidades de crédito durante el año. Los servicios relacionados con el mercado de valores aportaron el 9,6% del total de comisiones. Mayor fue aún el peso de las comisiones por comercialización de fondos de inversión, que supusieron el 17,2% del total (véase cuadro 7.1).

En la mayoría de servicios de inversión, la cuota de mercado de las entidades de crédito es superior a la de las sociedades y agencias de valores (véase cuadro 7.2). Las entidades de crédito perdieron parte de la cuota de mercado en los ingresos por gestión de patrimonio, administración y custodia y comercialización de fondos de inversión en favor de las sociedades y agencias de valores y las gestoras de cartera. En concreto, las reducciones de las cuotas fueron de un 1,6% en las comisiones por gestión de patrimonio, de un 0,5% en las comisiones por administración y custodia y de un 0,7% en las comisiones por comercialización de fondos de inversión. Las entidades de crédito ganaron cuota de mercado a las sociedades y agencias de valores en las comisiones percibidas por colocación y aseguramiento y por compraventa de valores, un 4,2% y un 1,8% respectivamente.

2. Las entidades de crédito extranjeras que tengan intención de prestar servicios de inversión en territorio español deben atenerse a lo establecido en el Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio, sobre creación de bancos, actividad transfronteriza y otras cuestiones relativas al régimen jurídico de las entidades de crédito.

3. Véase anexo III.8.

4. Véase anexo III.8.

Ingresos por comisiones percibidas por las EC en la prestación de servicios de valores y en la comercialización de productos financieros no bancarios

CUADRO 7.1

Entidades financieras
y servicios de inversión
Prestación de servicios
de inversión

Importes en millones de euros

	2003	2004	2005	2006	% s/total comisiones EC
Por servicios de valores	1.054	1.074	1.173	1.395	9,6
Aseguramiento y colocación de valores	189	123	97	143	1,0
Compraventa de valores	273	305	365	472	3,2
Administración y custodia	542	588	634	681	4,7
Gestión de patrimonio	49	58	76	98	0,7
Por comercialización de productos financieros no bancarios	2.310	2.813	3.273	3.922	27,0
Fondos de inversión	1.658	1.977	2.179	2.498	17,2
Fondos de pensiones	202	231	371	433	3,0
Seguros	422	574	676	935	6,4
Otros	29	31	47	57	0,4

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

La comercialización de fondos de inversión y la administración y custodia de valores siguieron siendo realizadas principalmente por entidades de crédito. En relación a esta actividad, cabe destacar la importante diferencia entre el valor de mercado de los valores depositados en entidades de crédito, que, a 31 de marzo de 2006, era de 1.891,9 millardos de euros, frente a los 67,5 millardos de euros de los depositados en sociedades y agencias de valores.

Comisiones percibidas por servicios de inversión. 2006

CUADRO 7.2

Importes en millones de euros

	Sociedades y agencias de valores	Sociedades gestoras de cartera	Entidades de crédito (EC)	Total	% EC/total
Colocación y aseguramiento	76		143	219	65,2
Compraventa de valores	744		472	1.216	38,8
Gestión de patrimonios	53	22	98	173	56,8
Administración y custodia	24		681	705	96,6
Comercialización de fondos de inversión	210		2.498	2.708	92,2

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Valores depositados¹ en las entidades de crédito a 31/12/06

CUADRO 7.3

Importes en millardos de euros					
	2003	2004	2005	2006 ²	% var. 05/06
Renta fija	741,4	896,4	1.071,0	1.065,1	0,6
Empréstitos	670,4	812,7	982,1	976,0	0,6
Pagarés y efectos al descuento	71,0	83,7	88,9	89,1	0,2
Renta variable	578,9	649,2	749,5	826,8	10,3
Acciones cotizadas	541,5	607,9	702,1	784,1	11,7
Acciones no cotizadas	37,4	41,3	47,4	42,7	9,9
Total	1.320,3	1.545,6	1.820,5	1.891,9	3,9

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

1. Los valores cotizados están registrados por su valor de mercado y los valores no cotizados por su nominal.

2. A 31 de marzo de 2006.

7.2 Sociedades y agencias de valores

Un total de 104 entidades estaban inscritas en la CNMV como sociedades o agencias de valores al finalizar 2006, dos más que el año anterior (véase el cuadro 7.4). En contraste con la relativa estabilidad del número de entidades nacionales, el número de entidades autorizadas en otros Estados de la Unión Europea que comunicaron a la CNMV su intención de prestar servicios de inversión en España volvió a aumentar de forma considerable. Destacaron en este apartado las entidades acogidas al régimen de libre prestación de servicios, que pasaron de 849 a 951, mientras que el número de entidades extranjeras con sucursal pasó de 18 a 22.

Altas y bajas en el registro de entidades

CUADRO 7.4

Importes en miles de euros				
Tipo de entidad	Entidades a 31/12/05	Altas	Bajas	Entidades a 31/12/06
Entidades nacionales	102	7	5	104
Sociedades de valores	46	3	2	47
Miembros de bolsa	38	1	2	37
No miembros de bolsa	8	2	0	10
Agencias de valores	56	4	3	57
Miembros de bolsa	10	1	1	10
No miembros de bolsa	46	3	2	47
Entidades extranjeras	867	146	40	973
Con sucursal	18	6	2	22
En libre prestación de servicios	849	140	38	951
Pro memoria				
Representantes	7.090	679	564	7.205

Fuente: CNMV.

Respecto a las entidades nacionales, cabe destacar que 6 de las 7 entidades autorizadas durante el ejercicio eran independientes (véase el anexo III.8), en el sentido de que su capital no estaba mayoritariamente controlado por otra entidad financiera nacional o extranjera. Dos de las altas estuvieron motivadas por cambio en el tipo

de entidad: en un caso de agencia a sociedad de valores (Consulnor Servicios Financieros) y en el otro de sociedad gestora de cartera a agencia de valores (Q-Renta).

Por el lado de las bajas, lo más reseñable es que dos de las cinco producidas durante 2006 correspondieron a filiales de importantes entidades financieras (La Caixa y Banco Espirito Santo) que tenían la condición de sociedades de valores miembros de bolsa. Estas bajas sugieren la continuidad de un significativo proceso de reestructuración en los canales utilizados por los grupos financieros para prestar servicios de inversión que conduce, generalmente, a una plena integración de esta actividad en la matriz.

Tal reestructuración se ve favorecida por la amplia capacidad de las entidades bancarias para operar en servicios de inversión en valores que reconoce la regulación⁵. Debe añadirse a esto que, más recientemente, también se ha ampliado la capacidad operativa de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva⁶, por lo que cabe prever en el futuro un menor interés de los grupos financieros por constituir filiales en el ámbito de las sociedades y agencias de valores.

Como se aprecia en el cuadro 7.4, el número de agentes o representantes de sociedades y agencias de valores es muy elevado. Sin embargo, sólo 43 entidades mantenían contratos de esta naturaleza y más del 93% de los representantes correspondían a cinco entidades vinculadas a compañías de seguros (Mapfre, Allianz, Axa, Gaesco y Catalán Occidente). Sólo una de ellas (Mapfre) concentraba en torno al 77% del total.

La utilización del denominado pasaporte europeo sigue siendo limitado por parte de las entidades españolas. A 31 de diciembre de 2006, sólo dos entidades mantenían sucursales en otros países de la Unión Europea (en Portugal y Reino Unido), mientras que 32, cuatro menos que el año anterior, ejercían o mantenían su intención de ejercer el citado pasaporte en la modalidad de libre prestación de servicios, esto es, sin establecimiento físico en el país de acogida. Alemania, Reino Unido, Portugal, Francia e Italia eran, por este orden, los países de acogida que reunían un mayor número de comunicaciones de entidades españolas en esta modalidad (véase el anexo III.10).

En cuanto a la presencia en España de entidades no bancarias autorizadas a ejercer servicios de inversión, ya se ha indicado el fuerte aumento de las comunicaciones. Las entidades autorizadas en el Reino Unido concentraban la mayor parte de las comunicaciones, tanto en sucursales como en prestación libre. Así, correspondían a ese país 18 de las 22 sucursales establecidas en España y el 74% de las comunicaciones en la segunda modalidad (véase el anexo III.7). Cabe destacar, asimismo, un significativo número de comunicaciones de libre prestación procedentes de Holanda, Francia, Irlanda, Austria y Alemania.

7.2.1 Rentabilidad y solvencia del sector

En términos agregados, los beneficios antes de impuestos del sector se cifraron en 719 millones de euros, lo que supone un incremento del 63,2% respecto a 2005. El fuerte aumento de los resultados se explica principalmente por el favorable impacto de la

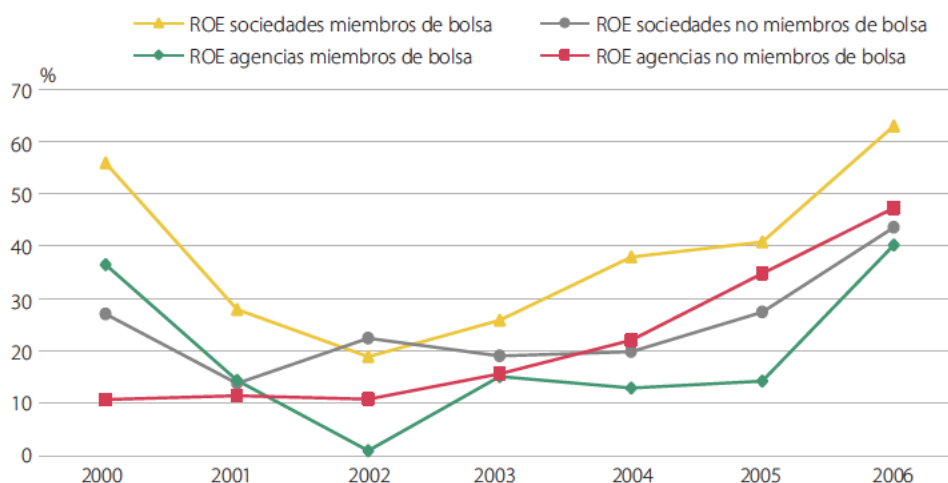
5. En particular, cabe señalar que la Ley 37/1998, de reforma de la LMV, que traspuso, entre otras medidas, la Directiva 93/22, de servicios de inversión, permitió a las entidades bancarias adquirir directamente la condición de miembros de bolsa, antes reservada exclusivamente a sociedades y agencias de valores. Las entidades extranjeras autorizadas en otros Estados de la Unión Europea también pueden acceder directamente a dicha condición si así se contempla en su régimen de autorización.

6. La Ley 35/2003, de instituciones de inversión colectiva, amplió las posibilidades operativas de estas entidades especialmente en los ámbitos de la gestión discrecional de carteras y de la comercialización de IIC.

evolución de los mercados sobre las actividades ordinarias del sector y, en menor medida, aunque también de forma significativa, por los beneficios extraordinarios obtenidos por algunas sociedades miembros de bolsa al vender su participación en BME. Estas operaciones de carácter extraordinario aportaron, aproximadamente, 16 puntos porcentuales de aumento en los resultados antes de impuestos del sector.

ROE antes de impuestos de las sociedades y agencias de valores

GRÁFICO 7.1



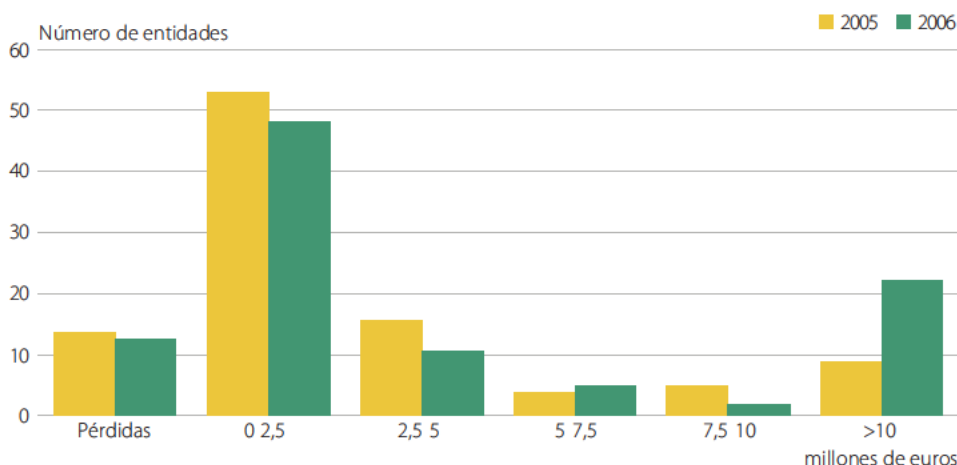
Fuente: CNMV.

El buen momento del sector propició un considerable aumento de la rentabilidad sobre recursos propios (ROE), compatible con el mantenimiento de una solvencia elevada. Como se aprecia en el gráfico 7.1, el incremento del ROE afectó a los cuatro tipos de entidades operativas en el sector, siendo especialmente intenso para las sociedades de valores miembros de bolsa, cuyo promedio ponderado por recursos propios alcanzó el 63,57%.

Un análisis más desagregado de la evolución del sector muestra que el aumento de los resultados y la rentabilidad antes de impuestos fue generalizado y que casi todas las entidades disponían al final del ejercicio de un considerable margen de cobertura sobre el coeficiente de solvencia.

Frecuencia de los resultados antes de impuestos de las sociedades y agencias de valores

GRÁFICO 7.2



Fuente: CNMV.

Respecto a los resultados, el 77% de las entidades que ya estaban activas al cierre de 2005 mejoraron en 2006 sus resultados antes de impuestos. Como se aprecia en el gráfico 7.2, disminuyó el número de entidades en los tramos más bajos de beneficios, al tiempo que se produjo un considerable aumento en los más elevados (más de 10 millones de euros). Las entidades que incurrieron en pérdidas fueron 13, sólo una menos que en 2005, pero el importe global de los resultados negativos se redujo de manera drástica (véase el cuadro 7.5) gracias a la mejora experimentada por una entidad que había concentrado el grueso de los mismos el año anterior⁷.

Entidades en pérdidas¹: número e importe

CUADRO 7.5

Importes en miles de euros

	Número de entidades		Importe	
	2005	2006	2005	2006
SVB	4	2	17.463	1.449
SV	0	0	0	0
AVB	2	3	716	1.162
AV	8	8	2.469	3.787
Total	14	13	20.648	6.398

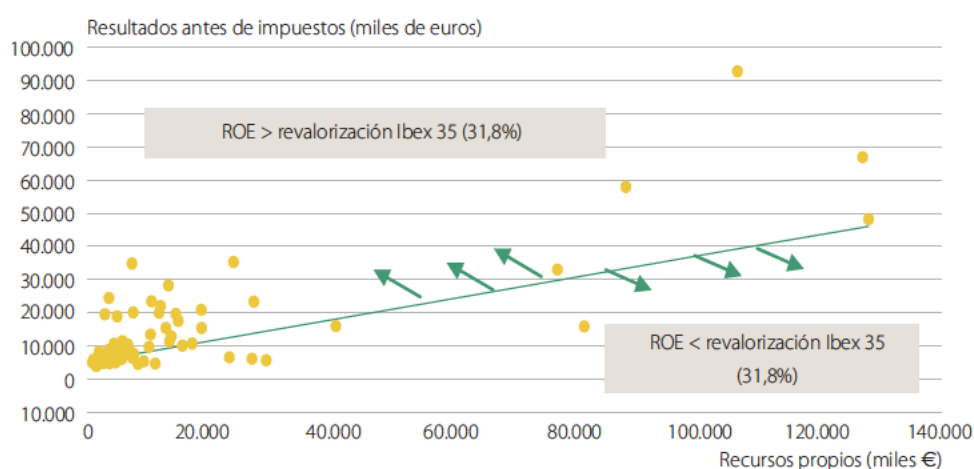
Fuente: CNMV.

¹ Antes de impuestos.

También un 72% de las entidades activas en 2005 mejoró su ROE antes de impuestos respecto a dicho ejercicio. La rentabilidad fue elevada para la mayoría de las entidades, aunque en los tramos bajos continuó agrupándose un número significativo de ellas. Así, por ejemplo, mientras que el 60% de las entidades obtuvo un ROE superior a la rentabilidad del Ibex 35 (véase el gráfico 7.3), una quinta parte se quedó por debajo de la rentabilidad de la deuda pública a largo plazo.

Resultados y recursos propios de las sociedades y agencias de valores

GRÁFICO 7.3

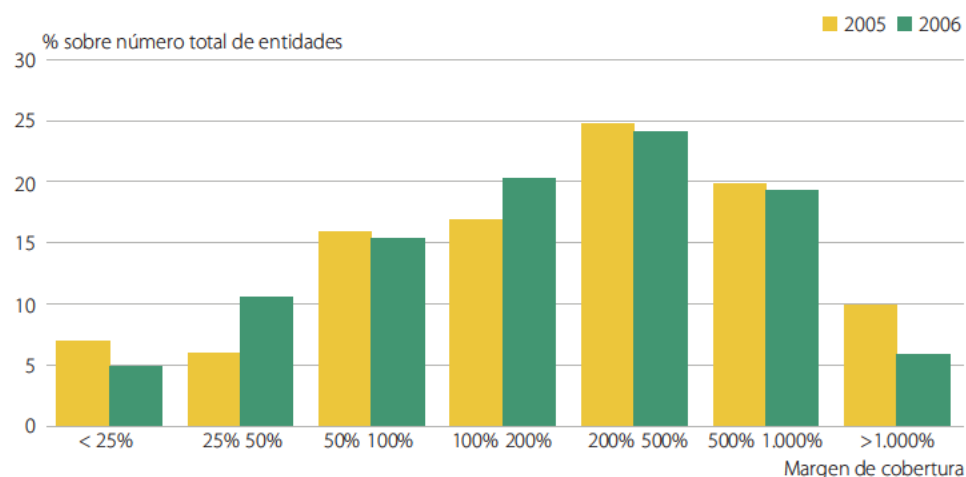


Fuente: CNMV.

En cuanto a la solvencia, más del 95% de las entidades disponían al cierre del ejercicio de un excedente sobre los recursos propios exigibles superior al 25% (ver gráfico 7.4). Para el 69% de las entidades, el excedente era superior al 100%. Como viene sucediendo durante los últimos años, la existencia de elevados excedentes propició que algunas entidades los ajustasen a la baja para reducir su coste de capital.

Margen de cobertura sobre los recursos propios exigibles

GRÁFICO 7.4



Fuente: CNMV.

7.2.2 Sociedades de valores

Sociedades de valores miembros de bolsa (SVB)

De los cuatro tipos de entidades que operan en el sector, las SVB constituyen el grupo más importante en términos de actividad, tamaño y generación de resultados. En 2006, estas entidades concentraron el 78% de los recursos propios computables y el 74% de los beneficios antes de impuestos del sector. Su condición de miembros de bolsa resulta determinante en la estructura de ingresos de la mayoría de las SVB, por el predominio de las comisiones por mediación bursátil.

Como se aprecia en el resumen de la cuenta de pérdidas y ganancias que se ofrece en el cuadro 7.6, durante el pasado ejercicio se produjo un fuerte incremento de los beneficios antes de impuestos agregados de estas entidades. Incluso si se ignoran los beneficios de carácter no ordinario derivados de la venta de participaciones en BME por parte de algunas entidades mencionadas anteriormente, puede estimarse un incremento de los beneficios antes de impuestos para las SVB aún considerable, cercano al 43%.

Como es habitual, se observó una elevada concentración en la generación de los resultados agregados del grupo. Así, las cinco entidades con mayores beneficios antes de impuestos concentraron algo más del 51% del total. Sin embargo, la mejora en los resultados fue ampliamente generalizada. Sólo dos de las 37 entidades del grupo obtuvieron unos resultados antes de impuestos inferiores a los del ejercicio anterior y las empresas en pérdidas pasaron de cuatro a dos, con una reducción sustancial del importe de las mismas (véase el cuadro 7.5).

Cuenta de pérdidas y ganancias de las sociedades de valores

CUADRO 7.6

Entidades financieras
y servicios de inversión
Prestación de servicios
de inversión

Importes en miles de euros

	Miembros de bolsa		No miembros de bolsa	
	2006	% var. 06/05	2006	% var. 06/05
Margen financiero	11.910	77,76	5.415	32,36
Beneficios netos en valores	44.155	77,64	4.180	45,14
Comisiones netas percibidas	686.250	16,32	89.127	40,77
Comisiones percibidas	891.574	16,87	117.515	38,82
Tramitación y ejecución de órdenes	590.968	18,47	38.984	42,29
Colocación y aseg. de emisiones	73.278	24,87	0	n.s.
Suscripción y reembolso en I.I.C.	87.199	15,67	54.113	24,45
Gestión de carteras	18.627	4,31	5.256	91,75
Otras	121.502	8,39	19.162	73,73
Comisiones satisfechas	205.324	18,74	28.388	33,06
Margen ordinario	742.315	11,73	98.722	40,46
Gastos de explotación	399.364	5,07	46.568	41,86
Personal	256.327	5,45	33.888	49,27
Generales	143.037	4,38	12.680	25,23
Margen de explotación	342.951	25,59	52.154	39,23
Amortizaciones y otras dotaciones	12.476	45,57	1.423	0,78
Otras ganancias y pérdidas	233.554	353,45	12.342	1.163,25
Resultado antes de impuestos	564.029	63,09	63.073	70,35
Impuestos	174.300	68,38	22.151	75,77
Resultados después de impuestos	389.729	60,84	40.922	67,56

Fuente: CNMV.

n.s.: tasa de variación no significativa (dato anterior igual a cero o de signo contrario al actual).

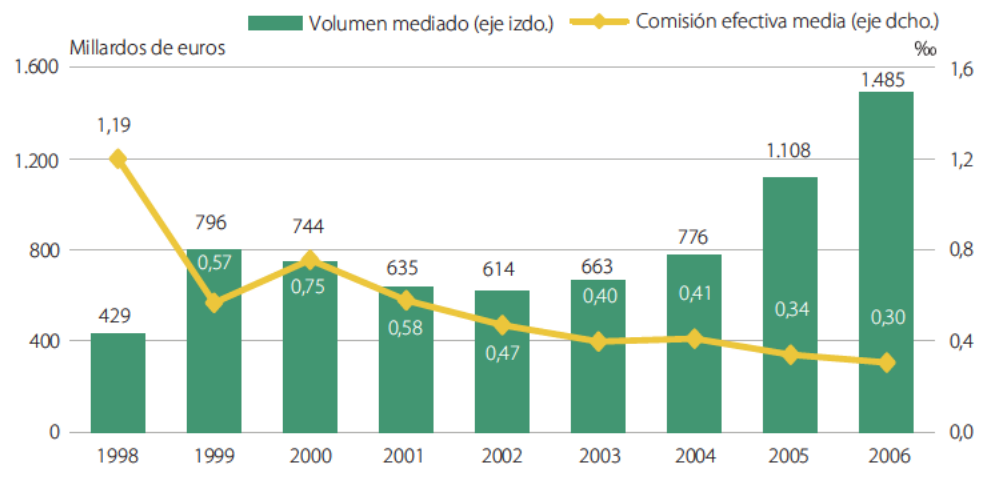
Los resultados de las actividades ordinarias y el moderado crecimiento de los gastos de explotación contribuyeron positivamente al incremento de los beneficios agregados para el grueso de las entidades. En este sentido, conviene señalar que el cuadro 7.6 no refleja adecuadamente la evolución del margen ordinario ni la del margen de explotación para la mayoría de las SVB. El retroceso que se aprecia en estos epígrafes respecto al año anterior tiene su origen en el fuerte aumento de los costes financieros y en la caída de los beneficios netos en operaciones de compraventa de valores por cuenta propia de una entidad (Merrill Lynch⁸). Excluyendo ésta, el margen ordinario sólo disminuyó en una de las 36 restantes SVB y el margen de explotación en siete, mientras que los resultados de las actividades por cuenta propia incluidos en el margen ordinario (margen financiero más beneficios netos en valores) aumentaron en 23⁹.

8. El aumento de los costes financieros de esta entidad se debe a la financiación de operaciones por cuenta propia en mercados de derivados en países emergentes. Esta entidad presenta, asimismo, en 2006 un beneficio neto por compraventa de valores negativo que, sin embargo, compensa con un fuerte aumento de beneficios por valoración de moneda extranjera, contabilizados en el epígrafe "Otras ganancias y pérdidas".

9. Sin incluir Merrill Lynch, el margen ordinario agregado de las restantes entidades del grupo creció un 19,1% y el margen de explotación un 35,7%. Asimismo, para el conjunto de las entidades restantes, el margen financiero aumentó un 10,7% y los beneficios netos en valores un 90,4%.

**Sociedades de valores miembros de bolsa: volumen mediado
y comisión efectiva media en renta variable nacional**

GRÁFICO 7.5



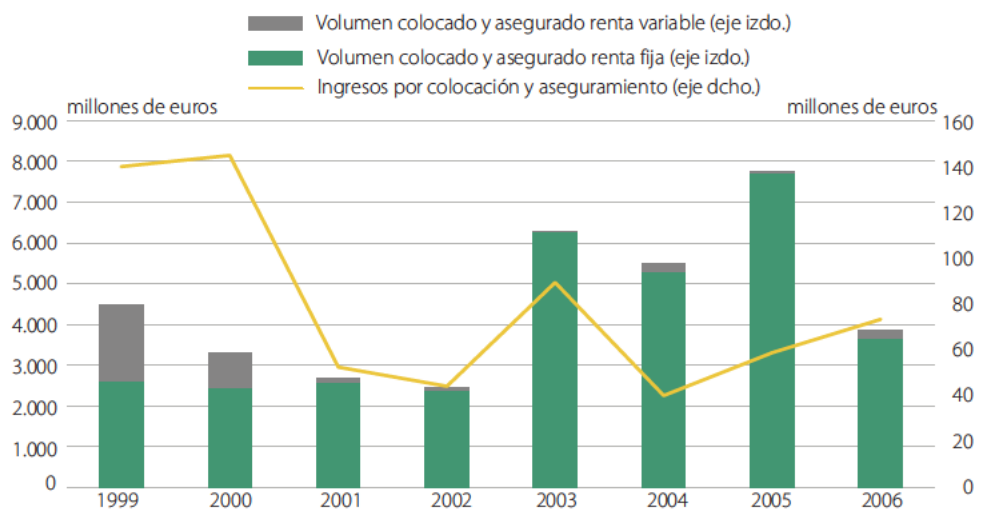
Fuente: CNMV.

Dentro del margen ordinario, el grueso de los resultados procedió de la actividad por cuenta ajena (comisiones netas percibidas). En este apartado destacó, como es habitual, la actividad de tramitación y ejecución de órdenes, que aportó las dos terceras partes de los ingresos brutos por comisiones. En particular, la mediación en el mercado bursátil nacional supuso el 51% de los ingresos brutos por comisiones. Como se aprecia en el gráfico 7.5, el volumen mediado por las SVB en dicho mercado se incrementó fuertemente, al tiempo que los corretajes aplicados volvieron a caer en promedio, aunque de manera menos acusada que el año anterior.

Dentro de los ingresos por comisiones cabe destacar también el peso de las actividades de comercialización de IIC y de colocación y aseguramiento de emisiones. En cuanto a la segunda, lo más destacable fue el aumento de las operaciones en renta variable, que aportan mayores ingresos que las de renta fija por un mismo nominal colocado o asegurado. Así, como se aprecia en el gráfico 7.6, los ingresos brutos por este concepto continuaron aumentando a pesar del sensible descenso en los nominales en las operaciones de renta fija.

**Sociedades de valores miembros de bolsa: ingresos y volúmenes
de colocación y aseguramiento de emisiones**

GRÁFICO 7.6



Fuente: CNMV.

Sociedades de valores no miembros de bolsa (SV)

Como se aprecia en el cuadro 7.6, todas las partidas de la cuenta de pérdidas y ganancias agregada de las SV relacionadas con sus principales fuentes de ingresos evolucionaron de forma favorable durante 2006, lo que hizo posible que los beneficios antes de impuestos agregados se incrementasen por encima del 70% para este grupo de entidades. Las SV aportaron el 8,7% de los beneficios antes de impuestos del sector.

Siete de las diez entidades del grupo mejoraron sus resultados antes de impuestos respecto al año anterior, sin que ninguna incurriese en pérdidas. Los resultados se concentraron fuertemente en dos entidades (Mapfre Inversión y J.P. Morgan), que acumularon más de las tres cuartas partes del total.

Las actividades por cuenta de terceros aportaron el 90% del margen ordinario agregado del grupo. Dentro de éstas destacó, como es habitual, la comercialización de IIC, donde tiene un peso determinante la mayor entidad del grupo (Mapfre). Esta actividad aportó el 46% de los ingresos brutos por comisiones. También destacó la tramitación y ejecución de órdenes, que aportó la tercera parte de las comisiones brutas.

Finalmente, cabe reseñar el fuerte aumento de los resultados consignados en el epígrafe "Otras ganancias y pérdidas", exclusivamente atribuibles a una entidad (J.P. Morgan).

7.2.3 Agencias de valores

Agencias de valores y bolsa (AVB)

Como se aprecia en el cuadro 7.7, los resultados agregados de las AVB se incrementaron fuertemente respecto a 2005. La mejora no afectó, sin embargo, a la totalidad del grupo, puesto que tres de las 10 entidades que lo componen obtuvieron peores resultados que el año anterior e incurrieron en pérdidas. Por otra parte, una sola entidad (Mercados y Gestión) concentró el 45% de los beneficios antes de impuestos del grupo. Las AVB aportaron el 1,4% del resultado antes de impuestos agregado del sector.

Como ocurre con las sociedades de valores miembros de bolsa, los ingresos de las AVB dependen fuertemente de la actividad mediadora en el mercado bursátil de renta variable. En este caso la dependencia es aún más acusada, dado que estas entidades no pueden operar por cuenta propia ni disponen, en general, por su tamaño, de una infraestructura suficiente para diversificar sus actividades. Durante el pasado ejercicio, las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes supusieron casi el 80% de sus ingresos brutos por comisiones.

Cuenta de pérdidas y ganancias de las agencias de valores

CUADRO 7.7

Importes en miles de euros				
	Miembros de bolsa		No miembros de bolsa	
	2006	% var. 06/05	2006	% var. 06/05
Margen financiero	2.742	9,1	10.192	33,2
Beneficios netos en valores	3.397	12,5	541	89,2
Comisiones netas percibidas	23.528	24,6	209.919	27,0
Comisiones percibidas	29.652	20,9	267.378	30,3
Tramitación y ejecución de órdenes	23.673	16,6	90.438	16,5
Colocación y aseguramiento de emisiones	42	n.s.	3.141	17,8
Suscripción y reembolso en IIC	791	40,2	67.722	48,5
Gestión de carteras	1.132	35,9	27.540	96,2
Otras	4.014	42,0	78.537	22,5
Comisiones satisfechas	6.124	8,6	57.459	43,6
Margen ordinario	29.667	19,1	220.652	27,4
Gastos de explotación	20.944	1,1	134.317	21,6
Personal	12.020	2,7	86.275	23,3
Generales	8.924	1,1	48.042	18,7
Margen de explotación	8.723	133,5	86.335	37,7
Amortizaciones y otras dotaciones	1.633	101,9	7.367	0,1
Otras ganancias y pérdidas	2.745	193,3	3.094	n.s.
Resultado antes de impuestos	9.835	154,6	82.062	52,2
Impuestos	3.273	187,1	26.175	42,5
Resultados después de impuestos	6.562	141,0	55.887	57,2

Fuente: CNMV.

n.s.: tasa de variación no significativa (dato anterior igual a cero o de signo contrario al actual).

Agencias de valores no miembros de bolsa (AV)

Las AV constituyen, junto con las sociedades de valores miembros de bolsa, el grupo más numeroso entre las entidades que operan en el sector. Se trata, en general, de entidades de pequeño tamaño con un elevado grado de especialización: mediación en derivados o renta fija, mercados internacionales, gestión de patrimonios, comercialización de IIC, asesoramiento, etc.

La heterogeneidad del grupo se refleja en la distribución de los resultados. En 2006, los beneficios antes de impuestos agregados de estas entidades aumentaron un 52% (véase el cuadro 7.7); sin embargo, 14 de las 47 entidades del grupo no mejoraron sus resultados respecto al año anterior y ocho incurrieron en pérdidas¹⁰. Además, debe señalarse que tres entidades (Altura Markets, Crédit Agricole Assets Management Distr. y NMAS 1) concentraron las dos terceras partes de los beneficios antes de impuestos del grupo. En conjunto, las AV aportaron el 13% de los beneficios antes de impuestos del sector.

Entre los ingresos del grupo, los más importantes por su cuantía procedieron de la tramitación y ejecución de órdenes, que aportaron el 34% de las comisiones perci-

10. Como se aprecia en el cuadro 7.2, el 59% de las pérdidas acumuladas por sociedades y agencias de valores correspondieron a AV.

bidas. También cabe destacar la comercialización de IIC y la gestión de carteras, con el 25% y el 10% del total, respectivamente.

Entidades financieras
y servicios de inversión
Prestación de servicios
de inversión

7.3 Sociedades gestoras de cartera

La actividad de las sociedades gestoras de cartera (SGC) se concentra fundamentalmente en el servicio de administración discrecional de patrimonios mobiliarios, una actividad que también pueden realizar las sociedades y agencias de valores, las sociedades gestoras de IIC y las entidades bancarias. No es de extrañar, pues, que durante los últimos años se haya producido una notable reducción del número de entidades operativas en este sector, como consecuencia tanto de los procesos de reestructuración de las filiales de los grupos financieros como por el efecto de la competencia en las entidades independientes de menor tamaño. El pasado ejercicio no fue una excepción. Al finalizar el mismo, estaban inscritas en la CNMV un total de 15 SGC, dos menos que el año anterior. Como ya se ha indicado, una de las bajas (Q-Renta) se produjo por transformación de la entidad en agencia de valores.

Como se aprecia en el cuadro 7.8, aunque el número de contratos aumentó ligeramente, el importe del patrimonio gestionado lo hizo de forma considerable, dando lugar, a su vez, a un significativo incremento de las comisiones percibidas (véase el cuadro 7.9). Sin embargo, el descenso de las comisiones por otros servicios, principalmente por asesoramiento, y el fuerte aumento de las comisiones satisfechas a terceros, se tradujo en un descenso de los ingresos netos por actividades ordinarias (margen ordinario) del sector del 9,6%. Con todo, el resultado antes de impuestos agregado aumentó casi un 30%, gracias al descenso de los gastos de explotación. En promedio ponderado por los recursos propios, el ROE antes de impuestos del sector se situó en el 19,1%, ligeramente por debajo del ejercicio anterior (19,8%).

Patrimonio gestionado por las SGC

CUADRO 7.8

Importes en miles de euros

	31/12/2005	31/12/2006	% var. 06/05
Total			
Número de carteras	4.024	4.071	1,2
Patrimonio	3.130.285	4.246.329	35,7
Distribución por tipo de carteras			
SICAV			
Número	34	35	2,9
Patrimonio	242.980	282.165	16,1
Otras carteras gestionadas			
Número	3.990	4.036	1,2
Patrimonio	2.887.305	3.964.164	37,3

Fuente: CNMV.

Cuenta de pérdidas y ganancias de las SGC

CUADRO 7.9

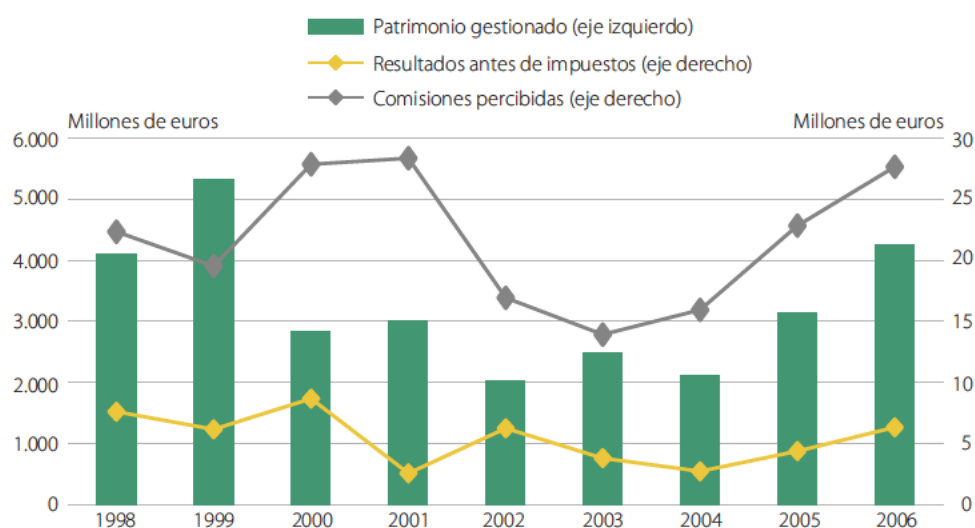
Importes en miles de euros

	2005	2006	% var. 05/04
Margen financiero (MF)	575	895	55,6
Beneficios netos en valores (BV)	65	6	90,8
Comisiones netas percibidas	17.164	15.195	11,5
Comisiones percibidas	25.508	27.625	8,3
Gestión de carteras	18.813	22.068	17,3
Suscripción y reembolso en IIC	592	261	55,9
Otras	6.103	5.296	13,2
Comisiones satisfechas	8.344	12.430	49,0
Margen ordinario	17.804	16.096	9,6
Gastos de explotación	11.753	9.744	17,0
Gastos de personal	6.697	5.535	17,3
Gastos generales	5.056	4.209	16,7
Margen de explotación	6.051	6.352	5,0
Amortizaciones y otras dotaciones	1.211	401	66,9
Otras ganancias y pérdidas	30	359	1.096,7
Resultados antes de impuestos	4.870	6.310	29,6
Impuestos	1.405	2.198	56,4
Resultados después de impuestos	3.465	4.112	18,7

Fuente: CNMV.

Patrimonio gestionado, comisiones percibidas y resultados antes de impuestos de las SGC

GRÁFICO 7.7



Fuente: CNMV.

La mejora en los resultados afectó a 12 de las 15 entidades del sector, mientras que sólo una entidad, de pequeño tamaño, incurrió en pérdidas (dos en 2005). Debe destacarse la fuerte concentración de los resultados. Como ya ocurriera en 2005, una sola entidad (Santander Carteras), filial de un importante grupo bancario, generó en torno el 49% de los resultados antes de impuestos del sector.

Al cierre del ejercicio, el sector mantenía un exceso global sobre los fondos propios requeridos por las normas de solvencia del 77% de éstos. A escala individual, la dispersión de dicho exceso era elevada, pero sólo dos entidades se situaban por debajo del 25%. Durante el año, algunas entidades, aunque menos que el año anterior, incumplieron transitoriamente el coeficiente de solvencia debido al aumento de los patrimonios gestionados y al consiguiente aumento de los recursos propios exigibles.

**Entidades financieras
y servicios de inversión**
Prestación de servicios
de inversión

8 Entidades de capital-riesgo

8.1 La Ley 25/2005 sobre entidades de capital-riesgo

Con fecha 26 de diciembre de 2005 entró en vigor la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo (ECR) y sus sociedades gestoras (SGECR), que sustituyó a la Ley 1/1999, de 5 de enero. La nueva ley tenía, entre otros objetivos, el de flexibilizar y modernizar el sector del capital-riesgo en España introduciendo una mayor agilidad en el régimen de autorización y modificación de las ECR y en su régimen de inversiones. Asimismo, se introdujo la distinción entre ECR de régimen común y de régimen simplificado¹. Dentro del régimen común, se permite la posibilidad de crear fondos de fondos, con el objetivo de facilitar el acceso de inversores particulares de banca privada a este tipo de inversión.

8.2 Entidades de capital-riesgo registradas en la CNMV

La entrada en vigor en 2006 de la Ley 25/2005 ha coincidido con un considerable aumento del número de entidades registradas. En concreto, el número de ECR registradas en la CNMV al finalizar el año fue de 221, mientras que al cierre de 2005 figuraban 166. Durante 2006 se dieron de alta 22 fondos y 27 sociedades² de capital-riesgo, con lo que al finalizar el ejercicio estaban inscritos en el registro 64 fondos y 102 sociedades (ver cuadro 8.1). También es importante el aumento registrado de sociedades gestoras, al haberse incorporado 11 nuevas entidades al registro³, cerrándose el ejercicio con 55 sociedades gestoras inscritas⁴.

Hay que destacar que uno de los fondos inscritos es un fondo de fondos que comenzará en el mes de marzo a cotizar en el MAB con el objetivo de tener más liquidez. Otra entidad ha manifestado su intención de promover un fondo de fondos que también será admitido a cotización en el MAB.

Las entidades inscritas presentan una fuerte concentración geográfica en Madrid y Cataluña, donde están situadas el 65,3% de ellas. En 2005 la concentración geográfica de estas áreas suponía en torno al 70% del total.

1. Son entidades de régimen simplificado aquellas que reúnen las siguientes condiciones: (i) la oferta de acciones o participaciones ha de realizarse con carácter privado, (ii) dicha oferta debe realizarse con un compromiso mínimo de inversión de 500.000 euros por inversor, y (iii) el número de accionistas o partícipes no debe ser superior a veinte.

2. Además a 31 de diciembre de 2006 había 15 ECR pendientes de inscripción en el registro de la CNMV y 10 en proceso de autorización.

3. Las altas de gestoras de entidades de capital riesgo fueron: Mercapital Private Equity, Arcano Capital, Atitlan Capital, Debaeque, Sports Funds Management Company, Axon Capital e Inversiones, Eland Private Equity, Suma Capital, Realza Capital, Abraxa Integrated Financial Solutions y GED Sur Capital.

4. Además a 31 de diciembre de 2006 había 4 SGECR pendientes de inscripción en el registro de la CNMV y 5 en fase de autorización.

Altas y bajas en el registro de ECR en 2006

CUADRO 8.1

	Situación a 31/12/2005	Altas	Bajas	Situación a 31/12/2006
Entidades	166	60	5	221
Fondos de capital riesgo	43	22	1	64
Sociedades de capital riesgo	78	27	3	102
Sociedades gestoras de ECR	45	11	1	55

Fuente: CNMV.

El registro de entidades de capital-riesgo en la CNMV es voluntario, por lo que no todas las entidades están inscritas. No obstante, con la entrada en vigor de la Ley 25/2005 se espera que la mayor parte de las actividades de capital-riesgo sean desarrolladas por las ECR registradas en la CNMV.

De acuerdo con la asociación profesional del sector, ASCRI⁵, en la que se agrupan la mayoría de las entidades del sector, la cartera acumulada a precio de coste a finales de 2006 por las empresas inversoras en capital-riesgo en España ascendió a 10.740 millones de euros, lo que supone un 15% más que la acumulada a finales de 2005. La inversión total del año fue de 2.715 millones de euros, cifra inferior a la alcanzada en 2005, que fue de 4.117 millones de euros. No obstante, se registró un elevado número de operaciones, concretamente 612. Hay que tener en cuenta que 2005 fue un año excepcional en cuanto a cifra de inversión debido a dos grandes operaciones: las compras de Ono-Auna y Amadeus por parte de operadores extranjeros. Las desinversiones del sector en 2006 alcanzaron los 1.302 millones de euros y se captaron nuevos recursos por valor de 3.108 millones de euros. De los recursos captados hay que destacar el peso de las entidades nacionales: el 64% fueron captados por estas entidades⁶.

5. ASCRI es el acrónimo de la Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo.

6. En 2005, el 75% de los recursos captados se debió a inversiones realizadas en España por entidades extranjeras.

IV La regulación y supervisión de los mercados de valores

9 Información sobre los emisores y gobierno corporativo

9.1 Información de los emisores

El funcionamiento adecuado de los mercados de capitales requiere que los emisores de valores cotizados mantengan un flujo continuo de información a los inversores, analistas y otros usuarios que se canaliza a través de la CNMV. La información regulada se agrupa en tres bloques: (i) información financiera periódica, (ii) hechos relevantes sin una regularidad determinada y (iii) informaciones relativas a participaciones significativas de los accionistas y administradores y a contratos financieros que den derecho a adquirir acciones y autocartera por parte de los administradores.

9.1.1 Información anual, auditorías e información pública periódica

Cuentas anuales e informes de auditoría¹

Todas las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en algún mercado secundario oficial que no estén sujetas al derecho público tienen la obligación de remitir a la CNMV el informe de auditoría junto con las cuentas anuales y el informe de gestión². El ejercicio 2005 fue el primero en que las cuentas anuales consolidadas de las entidades emisoras se elaboraron de acuerdo con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) adoptadas por la Unión Europea.

Durante el año 2006, la CNMV ha recibido un total de 766 informes de auditoría (individuales y consolidados) y 35 informes especiales³ de auditoría (véase cuadro 9.1). El incremento del 7,1% respecto al ejercicio anterior tiene su origen en el aumento de los fondos de titulización y de las entidades que han solicitado la admisión a negociación de sus acciones en las bolsas de valores.

Continuando la tendencia positiva registrada en los últimos tres ejercicios, el número de informes de auditoría que expresan una opinión favorable ha aumentado con respecto al ejercicio anterior, alcanzando el 91,9% del total registrado. Este porcen-

1. Esta información se encuentra disponible en la página web de la CNMV (www.cnmv.es), en concreto en el apartado "Registro Oficial de las Cuentas Anuales Auditadas", bajo el epígrafe "Entidades emisoras", "Informes de Auditorías y Cuentas Anuales".

2. Artículo 35 de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores. Los entes excluidos de esta obligación son "[...] el Estado, las Comunidades Autónomas y los Organismos Internacionales de los que España sea miembro, así como las demás entidades de derecho público que determine el Gobierno [...]".

3. Los informes especiales de auditoría tienen por finalidad actualizar la información de las auditorías que contienen salvedades. Dicha actualización se realiza al cierre del primer semestre del ejercicio siguiente al correspondiente a la auditoría con salvedades.

taje es el más elevado desde la creación del Registro Oficial de Auditorías de la CNMV en 1989.

Entre los informes de auditoría que no contienen una opinión favorable, el 37,1% incluyen únicamente una excepción por falta de uniformidad en la aplicación de criterios contables. Este tipo de excepciones no refleja ningún incumplimiento de las normas contables, dado que el auditor no ha manifestado que esté en desacuerdo con la actuación de la entidad. Sin considerar las salvedades generadas por falta de uniformidad, el porcentaje de informes de auditoría con opinión favorable alcanzaría el 94,9% sobre el total.

Las actuaciones realizadas por la CNMV, en relación con las cuentas anuales auditadas, incluyen la revisión de los criterios contables y los métodos de valoración utilizados, así como la comprobación de que contienen la información necesaria y suficiente para su interpretación y comprensión adecuada y que se ponen a disposición del público en los plazos previstos en la legislación vigente. Como consecuencia de este análisis:

- 83 entidades, principalmente emisores de participaciones preferentes y otros valores de renta fija, fueron requeridas por no enviar los informes de auditoría y los informes especiales de auditoría en los plazos establecidos.
- 20 entidades fueron requeridas para que informaran sobre las razones que han motivado las salvedades presentadas y la existencia de planes para resolverlas.
- 65 entidades fueron requeridas para que remitieran información adicional a la presentada en las cuentas anuales y explicaran la aplicación de determinados criterios contables o las discrepancias detectadas entre las cuentas anuales y la información pública periódica.

Respecto de la petición de información adicional, entre otras cuestiones, se solicitan aclaraciones sobre las políticas contables adoptadas y sus efectos en los estados financieros, datos complementarios relativos a las omisiones de desgloses informativos obligatorios, descripción de riesgos e incertidumbres relevantes en el informe de gestión⁴ y, para aquellas entidades que únicamente publican cuentas anuales individuales, la información que se exige incluir en la memoria sobre las principales variaciones que se originarían en los fondos propios y en los resultados si se hubieran aplicado las NIIF adoptadas por la Unión Europea⁵.

Para facilitar la difusión de esta información, la CNMV pone a disposición del público, a través de su página *web*, el texto completo de las cuentas anuales, el informe de gestión y el informe de auditoría de las sociedades emisoras, tanto individual como consolidado, así como un resumen de las salvedades de auditoría, la respuesta a los requerimientos por existencia de salvedades o por solicitud de ampliación de la información contenida en la memoria y los informes especiales de auditoría. La CNMV también publica un informe anual que incluye un análisis de las actuaciones de revisión llevadas a cabo durante el ejercicio y un resumen estadístico de los principales datos contenidos en las auditorías de las entidades emisoras.

4. La modificación del artículo 202 de la Ley de Sociedades Anónimas ha incluido en el contenido del informe de gestión la descripción sobre los riesgos e incertidumbres que afectan a la entidad.

5. El nuevo apartado 16 del artículo 200 de la Ley de Sociedades Anónimas exige a las sociedades con valores admitidos en un mercado regulado y que únicamente deban presentar cuentas anuales individuales, que aporten dicha información.

Adicionalmente, se han mantenido reuniones de trabajo con 25 entidades cotizadas y con las mayores firmas de auditoría, que representan en términos agregados el 92,7% del número total de informes recibidos en la CNMV. En dichas reuniones se trataron las cuestiones generales más significativas⁶ que se han puesto de manifiesto en la mayoría de las entidades auditadas y otros aspectos puntuales⁷ relativos a empresas concretas, con el fin de corregir errores y mejorar la calidad de las cuentas anuales correspondientes al ejercicio 2006.

Información financiera pública periódica

Actualmente se está tramitando en el Congreso de los Diputados el Proyecto de Ley de Reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de ofertas públicas de adquisición y la transparencia de los emisores, que tiene como fin transponer la Directiva de Transparencia (Directiva 2004/109/CE).

Entre otras modificaciones, el Proyecto de Ley de Reforma de la Ley del Mercado de Valores define la información periódica que las entidades cotizadas deben publicar y remitir a la CNMV, refuerza las facultades de supervisión de la CNMV sobre la información financiera, establece el régimen de responsabilidad de los emisores en relación con los estados financieros publicados y amplía los tipos de infracciones para sancionar los supuestos de incumplimiento de las obligaciones previstas en el proyecto de Ley.

La redacción actual del proyecto de ley establece las siguientes obligaciones de información periódica para los emisores de valores negociados en bolsas y AIAF:

- En el plazo máximo de cuatro meses desde la finalización de cada ejercicio, todos los emisores harán público un informe anual que comprenderá las cuentas anuales y el informe de gestión auditados, así como una declaración de responsabilidad sobre su contenido.
- Los emisores de acciones y valores de deuda cotizados harán público un informe financiero semestral que comprenderá las cuentas anuales resumidas, un informe de gestión intermedio y la declaración de responsabilidad sobre su contenido, en el plazo máximo de dos meses desde la finalización del periodo correspondiente.
- Los emisores de acciones harán público, durante el primer y segundo semestre de cada ejercicio, una declaración intermedia de gestión que contendrá al menos: (a) una explicación de los hechos y operaciones significativas que hayan tenido lugar durante el periodo y su incidencia en la posición financiera o en la del grupo consolidado y (b) una descripción de la situación financiera y de los resultados de la entidad y de su grupo de empresas.

6. Criterios contables en la aplicación de las NIIF a cuestiones como: reconocimiento en las combinaciones de negocios, activos y pasivos por impuestos diferidos, deterioro de valor de los activos y fondos de comercio, valoración de instrumentos financieros y coberturas, etc.

7. Salvedades en los informes de auditoría, algunas omisiones de desgloses de información en la memoria, el análisis de riesgos e incertidumbres en el informe de gestión y el efecto de las NIIF en las cuentas individuales.

Resumen de las auditorías de entidades emisoras recibidas en la CNMV CUADRO 9.1

Porcentajes respecto al total de auditorías recibidas

	Ejercicio 2003		Ejercicio 2004		Ejercicio 2005	
	Núm.	%	Núm.	%	Núm.	%
1. Auditorías recibidas en la CNMV	690	100,0	715	100,0	766	100,0
Cuentas individuales	473	68,6	506	70,8	553	72,2
Cuentas consolidadas	217	31,4	209	29,2	213	27,8
Informes especiales OM 30/09/92	50		34		35	
2. Opinión de auditoría						
Opinión favorable	615	89,1	636	89,0	704	91,9
Opinión con excepción de uniformidad	2	0,3	31	4,3	23	3,0
Opinión con otras salvedades	73	10,6	48	6,7	39	5,1
3. Tipos de salvedades						
Auditorías con excepciones	45	6,5	29	4,1	20	2,6
Auditorías con incertidumbres y otras	43	6,2	27	3,8	25	3,3
Auditorías con limitaciones	5	0,7	5	0,7	5	0,7
4. Efectos de las excepciones						
4.1 Efectos sobre resultados de las excepciones						
Auditorías con efectos positivos	18	2,6	12	1,7	2	0,3
Auditorías con efectos negativos	21	3,0	13	1,8	16	2,1
4.2 Efectos sobre patrimonio de las excepciones						
Auditorías con efectos positivos	11	1,6	3	0,4	5	0,7
Auditorías con efectos negativos	5	0,7	3	0,4	5	0,7
5. Naturaleza de las incertidumbres y otras						
Continuidad del negocio	14	2,0	7	1,0	6	0,8
Contingencias fiscales	10	1,4	4	0,6	4	0,5
Recuperación de activos	15	2,2	10	1,4	13	1,7
Contenciosos y litigios	10	1,4	11	1,5	9	1,2
Otras incertidumbres	16	2,3	11	1,5	5	0,7
Denegación de opinión u opinión adversa	1	0,1	0	0,0	1	0,1

Fuente: CNMV. Registro Público de Auditorías de la CNMV. Corresponden a los informes de auditoría de cuentas anuales e informes especiales recibidos en la CNMV hasta el 31 de diciembre de cada ejercicio. Los porcentajes se calculan en relación al número total de auditorías recibidas.

9.1.2 Hechos relevantes y otras comunicaciones recibidas en la CNMV

Durante el año 2006 se recibieron en la CNMV 8.585 comunicaciones de información relevante de los emisores, cifra un 21,5% superior a la recibida el año precedente (véase cuadro 9.2).

El incremento de información relevante se debió principalmente a comunicaciones referidas a: (i) adquisiciones o transmisiones de participaciones, que aumentaron un 62% debido al mayor número de movimientos corporativos por presentaciones de ofertas públicas de adquisición y transmisión de paquetes significativos de acciones y (ii) al igual que en 2005, a la información periódica remitida por fondos de titulación de activos (54,4%) y de titulación hipotecaria (4,2%).

En 2006 se incorporó en la sección "Otras Comunicaciones" un nuevo tipo de información que recoge los encuentros con analistas e inversores, recibándose 194 noti-

ficaciones. Asimismo, las comunicaciones relativas a la publicación de presentaciones sobre las compañías aumentaron un 29,4%. Todo ello refleja un apreciable esfuerzo por parte de las empresas cotizadas para reforzar la difusión en la celebración de reuniones informativas con analistas, inversores y demás profesionales del mercado de valores. Con ello se reducen los riesgos de aparición de asimetrías de información, siguiendo las recomendaciones recogidas en la carta remitida por el Presidente de la CNMV a las sociedades emisoras en 2005.

La regulación y supervisión de los mercados de valores
Información sobre los emisores y gobierno corporativo

Hechos relevantes y otras comunicaciones recibidas en la CNMV		CUADRO 9.2	
Tipo	2005	2006	% var. 06/05
Hechos relevantes	5.671	6.854	20,9
Adquisiciones o transmisiones de participaciones	495	802	62,0
Anuncio de convocatorias y acuerdos de juntas	557	548	1,6
Avance de resultados de sociedades emisoras	923	890	3,6
Cambios del consejo y de otros órganos de gobierno	344	308	10,5
Comité de auditoría (Ley 44/2002)	10	3	70,0
Información periódica de fondos de titulización de activos	1.209	1.847	54,4
Información periódica de fondos de titulización hipotecaria	809	843	4,2
Informe anual de gobierno corporativo	286	259	9,4
Suspensiones de negociación y levantamientos	96	117	21,9
Exclusiones de negociación (incluidos acuerdos previos)	69	22	68,1
Otros	873	401	54,1
Otras comunicaciones	1.392	1.731	24,4
Anuncio de pagos de cupones y dividendos	237	257	8,4
Encuentros con analistas e inversores. Convocatorias ¹		194	
Información sobre resultados de sociedades emisoras	454	258	43,2
Presentaciones sobre la compañía	269	348	29,4
Otros	432	403	6,7
Total	7.063	8.585	21,5

Fuente: CNMV.

1. Este tipo de hecho relevante se incorporó en 2006.

9.1.3 Participaciones significativas

La LMV⁸ y su normativa de desarrollo⁹ exigen que los inversores comuniquen a la CNMV las adquisiciones o transmisiones de acciones de una sociedad cotizada siempre que se alcancen unos determinados porcentajes del capital de la misma¹⁰ que se consideran significativos. Cuando la operación la realiza un administrador de la sociedad, la obligación de comunicar se extiende a todas las operaciones que realice sobre acciones de la entidad, independientemente de su volumen.

8. Artículo 53 de la Ley del Mercado de Valores.

9. Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisiciones por éstas de acciones propias (modificado por el RD 2590/1988, de 7 de diciembre, sobre modificaciones del régimen jurídico de los valores negociables y por el RD 1370/2000, de 19 de julio, en materia de derechos de opción sobre acciones). Desarrollado a su vez por la Orden Ministerial de 23 de abril de 1991 y las Circulares de la CNMV 2/1991 y 4/2000.

10. Según el RD 377/1991, esos porcentajes son del 5% y sus sucesivos múltiplos. En el caso en que el adquirente resida en un paraíso fiscal o en un territorio que carezca de organismos de supervisión de los mercados de valores, el umbral se situará en el 1% y sus sucesivos múltiplos.

Adicionalmente, el RD 1333/2005, relativo al abuso de mercado, amplió las exigencias de comunicación para los administradores y directivos de las sociedades emisoras residentes, de forma que deben notificar a la CNMV todas las operaciones financieras que realicen sobre las acciones de la sociedad cotizada, indicando el precio de la transacción y el mercado en el que fue realizada.

En el ejercicio 2006 se incorporaron al Registro de la CNMV 3.532 comunicaciones de participaciones significativas, un 6,2% de las cuales se recibieron fuera del plazo preceptivo, lo que motivó el requerimiento de la CNMV a los sujetos obligados. La distribución del total de las comunicaciones según su sujeto obligado fue la siguiente:

— Accionistas significativos:

Se incorporaron 1.077 comunicaciones referidas a operaciones en 131 sociedades, si bien 255 comunicaciones, un 23,7% del total, se referían a sólo 8 entidades.

El 57,6% de las comunicaciones recibidas informaban de adquisiciones, mientras que el 42,4% restante comunicaban transmisiones. En el 40,2% de los casos la posición final del sujeto obligado se encontraba en un rango de entre el 5 y el 10% del capital social de la sociedad afectada.

En cuanto a la diversificación de los accionistas significativos, cabe destacar que el sector de la construcción ha adquirido importantes participaciones en sociedades del sector de energía, mientras que las empresas del sector financiero han continuado desinvirtiendo en sociedades del Ibex 35.

En el anexo IV.1 se muestran los accionistas significativos de las sociedades del Ibex 35 que existían al 31 de diciembre de 2006, agrupados por tramos de participación en el capital social.

— Consejeros:

Se han recibido un total de 2.455 comunicaciones sobre acciones de 753 consejeros, correspondientes a 155 sociedades cotizadas distintas, si bien el 21,7% del total de comunicaciones se refiere a 9 entidades.

Se observa una tendencia compradora en las comunicaciones de los miembros del consejo, pues un 76,8% del total son adquisiciones.

— Directivos:

Durante el ejercicio 2006 la CNMV recibió 275 comunicaciones de un total de 180 directivos, referidas a 48 sociedades, de las cuales 23 pertenecen al Ibex. Este volumen supone un aumento muy importante frente a las 13 comunicaciones registradas en 2005, año en el que se aprobó la normativa que introdujo la obligación de remitirlas.

9.1.4 Opciones y otros derechos asociados a los sistemas retributivos

El Real Decreto 1370/2000¹¹ y la Circular 4/2000¹² establecen la obligación de comunicar, para los miembros del consejo de administración de entidades cotizadas, las

11. Real Decreto 1370/2000, de 19 de julio, por el que se modifica el Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisición por éstas de acciones propias.

12. Circular 4/2000, de 2 de agosto, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores por la que se establecen los modelos de las comunicaciones de derechos de opción y sistemas retributivos de administradores y directivos en sociedades cotizadas.

adquisiciones o transmisiones de derechos de opción sobre acciones de la propia sociedad. A estos efectos se asimilan al derecho de opción sobre acciones los *warrants*, las obligaciones convertibles o canjeables y cualesquiera otros valores que atribuyan a sus titulares el derecho a suscribir o adquirir acciones.

Durante el ejercicio 2006, se recibieron 162 comunicaciones de derechos de opción remitidas por 73 administradores, relativas a la adquisición o transmisión de derechos de opción sobre acciones de 23 sociedades cotizadas distintas, si bien las comunicaciones relativas a una sola entidad representan el 38,9% de todas las recibidas.

En el cuadro 9.3 se incluyen aquellas sociedades cuyos consejeros mantenían vigentes al cierre del ejercicio derechos de opción u otros activos asimilados, correspondiendo en su mayoría a sistemas de retribución establecidos por la propia sociedad.

Derechos de opción vigentes a 31/12/2006

CUADRO 9.3

Entidades	Índice ¹ / Mercado	Número consejeros
ACS	Ibex 35	4
Altadis	Ibex 35	2
BBVA	Ibex 35	3
Bankinter	Ibex 35	10
SCH	Ibex 35	5
Campofrío	Mercado Continuo	4
Cintra	Ibex 35	2
Dogi	Mercado Continuo	1
Gestevisión Tele5	Ibex 35	3
Grupo empresarial Ence	Mercado Continuo	1
Ferrovial	Ibex 35	3
Prisa	Mercado Continuo	7
Iberia	Ibex 35	1
Indra	Ibex 35	3
Inditex	Ibex 35	2
Jazztel	Mercado Continuo	9
Natra	Mercado Continuo	4
Natraceutical	Mercado Continuo	4
NH hoteles	Mercado Continuo	1
Service Point	Mercado Continuo	2
Sogecable	Ibex 35	1
Total (21 entidades)		72

Fuente: CNMV.

1. Composición del Ibex 35 al cierre del ejercicio 2006.

9.1.5 Autocartera

La Disposición Adicional Primera de la Ley de Sociedades Anónimas y el Real Decreto 377/1991 establecen la obligación, para las sociedades cotizadas, de comunicar a la CNMV cualquier adquisición de acciones propias o de la sociedad dominante, cuando la suma de las compras que se realicen, en un solo acto o por actos sucesivos, supere el 1% del capital social.

Durante el ejercicio 2006 se recibieron 193 comunicaciones de adquisición de acciones propias, lo que supone un incremento del 3,8% respecto al año anterior. Del total de las 49 sociedades afectadas por las comunicaciones, 18 pertenecían al Ibex 35, a las cuales correspondían un total de 38 comunicaciones.

9.2 Gobierno corporativo

9.2.1 Restricciones estatutarias

Los códigos de buen gobierno recomiendan que las sociedades cotizadas no incluyan en sus Estatutos restricciones que impidan o dificulten la toma de control de la sociedad mediante la adquisición de sus acciones en el mercado. Estas restricciones o “blindajes” pueden tomar formas diversas, tales como: la limitación del número de votos que un accionista puede emitir en la junta general, el establecimiento de un número mínimo de acciones para poder asistir a la junta, el reforzamiento del quórum de votación por encima del legal establecido o la exigencia de unos requisitos mínimos de antigüedad para poder acceder a determinados cargos del consejo de administración.

Para reforzar la transparencia de este tipo de restricciones, la Circular 1/2004, de 17 de marzo, de la CNMV sobre el informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas, estableció la obligación de detallar estas medidas de blindaje en el informe anual de gobierno corporativo.

Un total de 23 sociedades cotizadas recogen en sus estatutos limitaciones al ejercicio de los derechos de voto que pueden ejercer los accionistas en la junta general, con independencia de la participación accionarial que posea, de las cuales 10 pertenecen al Ibex 35.

Un total de 106 sociedades cotizadas limitan la asistencia a la junta general de accionistas a quienes ostenten la titularidad de un número de acciones superior a un mínimo establecido estatutariamente. En la mayoría de los casos, el número mínimo exigido es inferior a 500 acciones. No obstante, en 9 sociedades (entre ellas una del Ibex 35) se requiere ser titular de, al menos, el 1 por mil del capital social, que es el límite máximo permitido por la LSA.

9.2.2 Pactos parasociales

Los pactos parasociales, según la definición establecida en la Ley 26/2003 (Ley de Transparencia), son aquellos acuerdos que regulan o condicionan el ejercicio del derecho de voto en las juntas generales o que restringen la libre transmisibilidad de las acciones y obligaciones convertibles o canjeables de las sociedades anónimas cotizadas.

La citada Ley exige dar publicidad a los pactos parasociales y a otros pactos que afecten a las sociedades cotizadas o a las entidades que ejercen el control sobre una sociedad cotizada.

La celebración, prórroga o modificación de un pacto parasocial debe notificarse a la sociedad cotizada afectada y a la CNMV, y publicarse como hecho relevante. El documento en el que conste dicho pacto también deberá ser depositado en el Registro Mercantil.

La Ley de Transparencia otorgaba un plazo transitorio de 3 años, que finalizó el 18 de julio de 2006, para la comunicación, publicación y depósito de aquellos pactos que afectaran a más del 5% del capital o de los derechos de voto de una sociedad cotizada celebrados, modificados o prorrogados con anterioridad a la entrada en vigor de dicha Ley.

Al inicio del año 2006, había 22 pactos parasociales vigentes que afectaban a 19 sociedades cotizadas, de las cuales 7 pertenecían al Ibex 35. Durante 2006, se remitieron a la CNMV 14 nuevos pactos que estaban vigentes al cierre del ejercicio (véase cuadro 9.4).

Pactos parasociales comunicados en el ejercicio 2006 CUADRO 9.4

Entidad afectada	Mercado	% capital social afectado
Abertis	Ibex 35	40,34
Banco de Sabadell	Ibex 35	9,95
Banco Popular Español	Ibex 35	14,45
BSCH	Ibex 35	0,75
Iberia	Ibex 35	36,80
Repsol	Ibex 35	6,10
Uralita	Mercado Continuo	46,37
Parquesol	Mercado Continuo	14,06
Renta Corporación	Mercado Continuo	47,32
Riofisa	Mercado Continuo	70,00
Aguas de Barcelona	Mercado Continuo	47,70
Técnicas Reunidas	Mercado Continuo	51,69
Tele Pizza	Mercado Continuo	90,13
Vocento	Mercado Continuo	46,69

Fuente: CNMV.

9.2.3 Operaciones con partes vinculadas de empresas cotizadas

Las sociedades cotizadas realizan operaciones con partes vinculadas, consistentes en transferencias de bienes, servicios, fondos u obligaciones, con independencia de que exista o no contraprestación.

Estas transacciones son, en ocasiones, una fuente de conflictos de interés, porque de ellas se pueden derivar beneficios para ciertas partes relacionadas con la empresa en perjuicio de los intereses de sus accionistas. Este hecho motivó su regulación, introducida por la Ley 44/2002, que obliga a las sociedades emisoras a revelar las operaciones efectuadas con partes vinculadas. La Orden EHA/3050/2004 ofrece una lista de los tipos de operaciones sobre las que se debe informar en todo caso. Esta norma se aplicó por vez primera en las informaciones públicas semestrales presentadas a partir del 30 de junio de 2005.

En la primera mitad de 2006 la mayor parte de las empresas consideradas (88,4%) han realizado operaciones sujetas a la obligación de declarar.

Como muestra el cuadro 9.5, a lo largo del primer semestre de 2006 fueron comunicadas 1.722 operaciones con partes vinculadas (un 66,1% más que en el mismo

periodo del año anterior), que realizaron 192 empresas por un importe total de 74.325 millones de euros (un 15,2% superior al del primer semestre de 2005). De este importe, un 81,2% corresponde a las operaciones efectuadas por diez sociedades¹³, lo que pone de manifiesto una alta concentración del volumen de este tipo de operaciones, que ya se había registrado en el periodo anterior.

Operaciones con partes vinculadas de las sociedades cotizadas¹

CUADRO 9.5

Importes en millones de euros

	Núm. de sociedades		Tipo de operación ²		Núm. de operaciones ⁴		Importe	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006
Operaciones con...								
Accionistas significativos	54	99	29	30	440	774	50.161	54.514
Administradores y directivos	79	174	23	27	367	505	5.422	2.885
Personas o entidades del grupo	32	52	25	27	158	254	7.476	11.559
Otras partes vinculadas	18	39	18	21	72	189	1.471	5.367
Total	116	192	33	33³	1.037	1.722	64.530	74.325
% sobre el total								
Accionistas significativos	46,6	51,6	87,9	90,9	42,4	44,9	77,7	73,3
Administradores y directivos	68,1	90,6	69,7	81,8	35,4	29,3	8,4	3,9
Personas o entidades del grupo	27,6	27,1	75,8	81,8	15,2	14,8	11,6	15,6
Otras partes vinculadas	15,5	20,3	54,5	63,6	6,9	11,0	2,3	7,2

Fuente: CNMV.

1. Datos para el primer semestre de cada ejercicio.
2. Número de tipos de operaciones realizadas para cada categoría de parte vinculada.
3. Número total de tipos de operaciones recogidas en el modelo de información pública periódica semestral.
4. Número de operaciones realizadas de cada categoría.

Las operaciones vinculadas de mayor importe fueron las realizadas con accionistas significativos, registrándose 30 de las 33 tipologías de transacciones contempladas. Los mayores volúmenes corresponden a acuerdos de financiación (préstamos).

El importe agregado de las operaciones vinculadas con administradores y directivos se ha reducido sensiblemente respecto al año anterior y las transacciones más frecuentes corresponden a préstamos, garantías y avales, aportaciones a planes de pensiones y seguros de vida, indemnizaciones y remuneraciones.

Los acuerdos de financiación y la prestación de servicios representan más del 90% del volumen total de las operaciones vinculadas con personas o entidades del grupo. Finalmente, el importe desglosado de las transacciones realizadas con otras partes vinculadas ha registrado un importante incremento relativo respecto al año anterior.

9.2.4 Voto a distancia en las juntas generales

La modificación del artículo 105 de la LSA en sus apartados 4 y 5, introducida por la Ley 26/2003, supuso el inicio de un periodo de mayor implicación de las socieda-

13. Telefónica Móviles, Repsol YPF, Telefónica, Merrill Lynch Luxembourg, Endesa, Iberdrola, ACS, Abertis, Gas Natural y Enagás.

des cotizadas en el desarrollo de procedimientos para favorecer en las juntas generales de accionistas el ejercicio del voto a distancia o su delegación.

En los tres últimos ejercicios las sociedades cotizadas han intensificado sus esfuerzos para adaptar su normativa interna, desarrollar sistemas informáticos de voto a distancia, habilitar dichos sistemas para su utilización por los accionistas y difusión a través de la página *web* corporativa, así como para explicar en los anuncios de convocatoria de las juntas generales los procedimientos concretos implantados para el ejercicio del voto a distancia.

Para garantizar la fiabilidad y la identidad del accionista o representante las entidades han establecido el uso de la firma electrónica, obtenida en la mayoría de los casos mediante el certificado digital emitido por un prestador de servicios de certificación externo o bien a través de su plataforma de banca electrónica en el caso de entidades bancarias.

En el ejercicio 2006, el 83,2% de las sociedades cotizadas habían incluido en sus estatutos la posibilidad del voto a distancia. Además, el 74,3% ya habían adaptado el reglamento de la junta de accionistas para incluir esta opción y un 25,7% ya tenían habilitado dicho sistema. La utilización efectiva del voto electrónico en las juntas generales sigue siendo, no obstante, poco relevante¹⁴.

9.2.5 Páginas *web* de las sociedades cotizadas

La CNMV mantiene un control permanente de las páginas *web* de las sociedades que cotizan en España y de las cajas de ahorros con valores negociados, con el fin de garantizar el cumplimiento de la normativa de transparencia por lo que se refiere a los contenidos, estructura y accesibilidad de la información para inversores.

Una vez alcanzado un significativo grado de adaptación a la normativa en la mayor parte de las entidades, la CNMV ha centrado de modo especial sus actuaciones durante 2006 en el análisis de las páginas *web* de las sociedades que han comenzado a cotizar en bolsa. Por otra parte, se ha recordado a las entidades la obligación de respetar en todo momento las exigencias sobre accesibilidad de la información; el dinamismo de Internet y las modificaciones en los contenidos puramente comerciales no pueden afectar a la claridad y facilidad de navegación de la información obligatoria para accionistas e inversores.

9.2.6 Los informes de gobierno corporativo de los emisores de valores

En diciembre de 2006 la CNMV presentó el Informe de Gobierno Corporativo de las Entidades Emisoras de Valores Admitidos a Negociación en Mercados Secundarios Oficiales¹⁵. En él se analizan los principales aspectos de los informes anuales de gobierno corporativo (IAGC) correspondientes al ejercicio 2005 recibidos por la CNMV: 176 de sociedades cotizadas, 42 de cajas de ahorro y 22 de otras entidades emisoras de valores de renta fija admitidos a negociación.

14. Los últimos datos disponibles, correspondientes a las juntas generales celebradas en 2005, indican que tal tipo de voto se utilizó en 17 entidades, representando en dos de ellas al 0,6% y al 0,3% del capital social, respectivamente, y a menos del 0,01% en el resto. En 2004 sólo se había utilizado el voto electrónico en 3 compañías.

15. Este informe está disponible en la página *web* de la CNMV, en el apartado "Informes y Publicaciones".

Durante el ejercicio 2005 las compañías analizadas no han modificado de forma apreciable sus estructuras y prácticas de gobierno corporativo, aunque se observan ciertos avances con respecto al año anterior. Para las sociedades cotizadas, los aspectos más relevantes de sus informes son los siguientes:

- El promedio de capital flotante de las empresas cotizadas alcanzaba el 38,7% del capital. En 57 sociedades (un 32,4% del total) había alguna persona física o jurídica que ejercía o podría ejercer el control.
- Para el 80% de las entidades el número de miembros del consejo de administración se situaba entre 5 y 15. El promedio global era de 9,6 componentes, con esta distribución: un 19,7% eran consejeros ejecutivos, un 45,2% dominicales, un 31,1% independientes y un 4,0% otros externos. En el 52,3% de las sociedades cotizadas la presencia de independientes era inferior a 1/3 de los miembros del consejo.
- El 37,5% de las sociedades contaba con una comisión delegada con funciones ejecutivas y un 59,7% había constituido una comisión de nombramientos y retribuciones. Esta comisión realizó la propuesta del nombramiento del 58,6% de los nuevos consejeros, proporción que aumentaba hasta el 67% en el caso de los independientes. Su composición, así como la de los comités de auditoría, mostraba una amplia mayoría de consejeros externos.
- La retribución media de los consejeros de administración, por todos los conceptos, fue de 1,96 millones de euros, importe muy similar al registrado en 2004. En promedio, cada consejero recibió 203.000 euros, un 4,1% más que el año anterior. Por su parte, la retribución media de los altos directivos durante el ejercicio 2005 se situó en 346.200 euros, frente a 262.900 euros en 2004, lo que supone un incremento del 31,7%.
- El volumen total de operaciones vinculadas con accionistas significativos comunicadas en los IAGC ascendió a 61.614 millones de euros (un 82,1% superior al importe reflejado en los informes del ejercicio 2004), y la cifra correspondiente a operaciones con administradores y directivos fue de 2.718 millones de euros.
- El promedio de participación en la juntas ordinarias de accionistas se situó en el 2005 en el 71,3% del accionariado.

En cuanto a las 22 entidades emisoras de valores distintos de las acciones¹⁶, hay que señalar que en el 68,8% de ellas las participaciones significativas representaban el 100% del capital social. El promedio de miembros del consejo era de 11,1, con una amplia mayoría de consejeros externos, pues los ejecutivos suponían el 12,4% del total. 10 entidades (el 45,5% de la muestra) disponían de una comisión ejecutiva, mientras que ninguna de estas compañías había constituido una comisión de nombramientos y retribuciones. La cifra agregada de operaciones vinculadas con accionistas significativos comunicada en los informes ascendía a 5.907 millones de euros y ninguna entidad analizada comunicaba haber realizado, durante el ejercicio 2005, operaciones vinculadas con sus administradores o directivos.

16. Obligadas a publicar un informe anual de gobierno corporativo por la Disposición Adicional Tercera de la Ley de Transparencia.

Por último, en 2005 se recibieron 42 informes anuales de gobierno corporativo de cajas de ahorro con valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores¹⁷. Sus características más relevantes son las siguientes:

- Las asambleas generales de las cajas estaban constituidas, en promedio, por 135 consejeros generales, un 25% de los cuales representaba a las corporaciones municipales, un 36% a los impositores, un 10% a los fundadores, otro 10% a los empleados y el 19% restante a otros grupos. En el 80,9% de las cajas analizadas, la suma de los consejeros generales en representación de las corporaciones municipales y los impositores suponía la mayoría de los derechos de voto en la asamblea general.
- En promedio, el consejo de administración de las cajas de ahorro estaba formado por 17 miembros. Por su parte, la comisión de control estaba constituida, en media, por 8 miembros. El 38% de las cajas contaba con un comité de auditoría, mientras que en el resto de entidades la comisión de control asumía dichas funciones.
- De acuerdo con la información contenida en los IAGC, durante 2005 las operaciones de crédito, aval o garantía realizadas por las cajas de ahorro con miembros de sus consejos de administración ascendieron a 218 millones de euros, un 27,8% más que la cifra total informada el año anterior. El importe de estas operaciones realizadas por las cajas con grupos políticos ascendió a 42,2 millones de euros, un volumen ligeramente inferior al del 2004. Finalmente, durante 2005 las operaciones crediticias con instituciones públicas que hubieran designado consejeros generales en las cajas se elevaron a 2.561,9 millones de euros, lo que supuso un incremento del 3,0% respecto a 2004.

9.2.7 Código Unificado de Buen Gobierno Corporativo

El Consejo de la CNMV aprobó el 22 de mayo de 2006 el Código Unificado de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas, cumpliendo así el mandato recogido en la Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, sobre el informe anual de gobierno corporativo, en el sentido de que la CNMV elaborara un documento único sobre gobierno corporativo que recogiera las recomendaciones existentes en los Informes Olivencia y Aldama e integrara los últimos avances en la materia a nivel internacional.

Principios básicos que inspiran el Código Unificado de Buen Gobierno

Los principios básicos que inspiran el Código Unificado son cuatro:

- Voluntariedad, con sujeción al principio de “cumplir o explicar”: es una decisión propia de cada sociedad cotizada cumplir o no las recomendaciones recogidas en el Código, si bien, en el caso de no seguir alguna de ellas, se deben explicar los motivos de esa decisión.

17. Obligadas a publicar un informe anual de gobierno corporativo por la Disposición Adicional Segunda de la Ley de Transparencia, desarrollada por la Circular 2/2005, de 21 de abril, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el informe anual de gobierno corporativo y otra información de las cajas de ahorro que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores.

- Definiciones vinculantes: es obligatorio respetar el significado que el Código Unificado atribuye a los conceptos que emplea para formular sus recomendaciones al declarar si cumplen o no las mismas.
- Evaluación por el mercado de las prácticas de gobierno corporativo, sin que el grado de cumplimiento de las recomendaciones sirva de base para eventuales resoluciones de la CNMV.
- Generalidad: el Código se dirige a todas las sociedades cotizadas sin distinción por tamaño o nivel de capitalización.

Las 58 recomendaciones que contiene el Código Unificado abarcan materias relacionadas con los estatutos y la junta general, la composición y funcionamiento del consejo y de sus órganos delegados y las retribuciones de los consejeros y altos directivos. Entre ellas destacan:

- Se recomienda que las sociedades cotizadas no tengan restricciones estatutarias que dificulten su toma de control mediante la adquisición de acciones en mercado. Asimismo, cuando coticen la sociedad matriz y una sociedad dependiente, se aconseja definir públicamente las relaciones de negocio dentro del grupo y los mecanismos previstos para resolver los eventuales conflictos de interés.
- Se aconseja reforzar el papel de la junta de accionistas como órgano de decisión en las operaciones que entrañen una modificación estructural de la sociedad. Para favorecer la transparencia y participación de los accionistas en la junta, el código sugiere facilitar información previa sobre las propuestas de acuerdo, la votación separada de los asuntos independientes y el fraccionamiento del voto.
- Se recomienda que el consejo de administración asuma, como núcleo de su misión, la aprobación de la estrategia de la compañía y la organización precisa para su puesta en práctica, así como la supervisión de las actuaciones de la dirección, para lo cual se aconseja que el consejo en pleno se reserve la competencia de aprobar los asuntos que su misión requiere, enumerando los más importantes.
- Asimismo el Código incluye recomendaciones respecto del tamaño y estructura funcional del consejo, destacándose la necesidad de lograr una adecuada diversidad de género. También se abordan cuestiones relacionadas con el nombramiento, reelección y cese o dimisión de los consejeros, con la figura del presidente y el secretario o con la preparación y desarrollo de las sesiones del consejo y propone un conjunto muy detallado de medidas respecto de la retribución de administradores y directivos con el objetivo esencial de mejorar su transparencia.
- En lo referido a las comisiones constituidas dentro del consejo, el Código recomienda la existencia de una comisión (o dos separadas) de nombramientos y retribuciones, a la que aconseja asignar funciones muy relevantes. Respecto de su composición destacan tres recomendaciones concretas: i) sólo debe estar formada por consejeros externos, ii) debe contar con una mayoría de independientes, y iii) su presidente debe ser un consejero independiente. i) y iii) tam-

bién son aconsejadas para el comité de auditoría, órgano cuya existencia es obligatoria por normativa legal, y para el cual el Código aconseja la asunción de una serie de importantes cometidos, motivo por el que sus miembros debieran contar con conocimientos y experiencia suficientes en materia contable, financiera, de auditoría de cuentas o de control de riesgos.

Finalmente, el Código incluye un conjunto de definiciones vinculantes —como por ejemplo los requisitos que debe cumplir un consejero para ser calificado como independiente— y una serie de recomendaciones complementarias al Gobierno, la CNMV y las entidades financieras.

La regulación y supervisión de los mercados de valores
Información sobre los emisores y gobierno corporativo

10 Supervisión de los mercados

Ejerciendo su función supervisora de los mercados, la CNMV estudió 64.000 operaciones en 2006 (el 1,2 por mil del total), lo que supone un 1,9% más que en el año anterior. La selección de las operaciones a analizar se basó en la existencia de señales o alarmas sensibles a ciertas características de las mismas.

Resumen de la actividad supervisora de mercados. 2006

CUADRO 10.1

	Renta variable	Renta fija	Derivados	Liquidación	Total
Número de operaciones	22.943.452	624.928	3.813.662	28.260.022	55.642.064
Señales de supervisión ¹	34.709	3.544	6.501	19.314	64.068
Requerimientos	611	16	28	43	698
Informes de supervisión	202	13	34	14	263
Informes remitidos a otras direcciones u organismos	6	4	11	16	37
Informes periódicos	13	12	24	12	61

Fuente: CNMV.

1. Señales que identifican operaciones o grupos de operaciones en las que se han producido movimientos no usuales de determinados parámetros, para su análisis a efectos de supervisión.

10.1 Actuaciones destacadas de la CNMV en los distintos mercados

10.1.1 Renta variable

En 2006 se realizó un especial esfuerzo para aumentar la eficacia de la lucha contra las prácticas abusivas de mercado, en aplicación de lo dispuesto en la Directiva de Abuso de Mercado y en sus normas de desarrollo, traspuestas a nuestro ordenamiento en preceptos legales de diverso rango. Dentro de este marco de actuaciones se ha hecho particular hincapié en la lucha contra el uso indebido de información privilegiada (*insider trading*).

La utilización de información privilegiada no sólo produce una injusta asimetría que discrimina a favor de los inversores que disponen de ella y la utilizan sino que, además, resta eficacia al funcionamiento del mercado, afectando de forma negativa a la formación de los precios. La principal consecuencia del uso de información privilegiada es una paulatina pérdida de confianza de los inversores en aquellos mercados en los que perciben que pueda existir impunemente uso indebido de información privilegiada, sin que tengan lugar las pertinentes medidas correctoras.

A tal efecto, en determinadas ocasiones la CNMV ha optado por una política más activa, a partir de lo dispuesto en el artículo 85 de la LMV, y, al objeto de ganar efec-

tividad, ha completado la supervisión a distancia con visitas a las entidades objeto de análisis en casos de supuesto uso de información privilegiada.

Existen diversas situaciones en la vida de las compañías cotizadas que pueden dar lugar a la existencia de información privilegiada y que han sido objeto de especial atención durante el pasado año por parte de la CNMV. Entre las situaciones en las que típicamente puede tener lugar la existencia de información privilegiada cabe mencionar las ofertas públicas de adquisición, las operaciones de compra o venta de paquetes relevantes de acciones y la elaboración, presentación y difusión pública de informes de análisis.

Suspensiones de negociación por difusión de información

La CNMV tiene la potestad de suspender la negociación de un valor cuando sospecha que existe información relevante sobre el mismo que no es conocida por el mercado, procurando evitar asimetrías en la difusión de aquella información que puede afectar al precio de los valores.

La suspensión de la negociación se mantiene el mínimo tiempo imprescindible para asegurarse de que dicha información es difundida adecuadamente, con la finalidad de minimizar los costes de liquidez que la suspensión impone a los inversores. A lo largo de 2006 la CNMV ha continuado el esfuerzo de reducción de los tiempos medios de duración de las suspensiones, elaborando una serie de propuestas específicas, actualmente en consulta pública en el contexto de la Iniciativa Contra el Abuso de Mercado (ICAM)¹, dirigidas a minimizar el número de suspensiones y a reducir el plazo de las mismas. Destacan las propuestas de recomendar a las sociedades cotizadas que atribuyan a un directivo la condición de interlocutor autorizado ante la CNMV y de elaborar un protocolo de actuación de la CNMV en casos de potenciales indicios de abuso de mercado. Estas propuestas pretenden disponer de un procedimiento de información urgente que agilizaría la provisión de información al mercado y la tramitación y gestión de la decisión de suspender.

También la regulación de las ofertas públicas de adquisición² exige la interrupción de la negociación en el momento en que la CNMV recibe la solicitud de autorización de una operación de este tipo. Asimismo, cuando finaliza el plazo de aceptación de una OPA de exclusión, la CNMV suspende el valor hasta que la exclusión se materializa.

El número de suspensiones aumentó de modo notable en 2006 como consecuencia del incremento en el número de OPAs presentadas (cuadro 10.2). Las operaciones corporativas de adquisición o fusión constituyeron el desencadenante de la mayor parte de las suspensiones, pues incluso las agrupadas bajo el epígrafe “Por difusión de información relevante” del cuadro 10.2 estuvieron motivadas, en su mayoría, por adquisiciones de grandes paquetes de acciones o por hechos relevantes relacionados con el lanzamiento de opas.

1. El ICAM es una iniciativa, auspiciada por la CNMV, que pretende galvanizar y encauzar el esfuerzo colectivo de profesionales, entidades financieras, inversores e instituciones públicas y privadas en la erradicación del abuso de mercado y en la continua mejora de la integridad del mercado español de valores. En enero de 2007 se sometió a consulta pública un primer borrador con diversas propuestas que está disponible en la página web de la CNMV (www.CNMV.es).

2. Artículo 13 del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

Suspensiones temporales de cotización en bolsa

CUADRO 10.2

	2005	2006
Número de emisores suspendidos	44	50
Número de suspensiones	68	82
Por presentación de OPA	12	22
Por difusión de información relevante	54	56
Por finalización del plazo de aceptación de OPA de exclusión	1	2
Otras	1	2

Fuente: CNMV.

Las 22 suspensiones registradas por presentación de opa afectaron a un total de 17 emisores. Dos de ellos fueron objeto de 3 suspensiones por presentación de ofertas competidoras y un tercero fue suspendido dos veces por la misma circunstancia. En dos compañías, Cortefiel y Transportes Azkar, la suspensión se realizó por finalización del plazo de aceptación de la opa de exclusión.

Análisis orientado a la detección de información privilegiada relacionada con las opas

La CNMV realizó un especial seguimiento de las operaciones de OPA con objeto de detectar posibles indicios de información privilegiada en las transacciones realizadas en torno a los periodos de anuncio, presentación o ejecución. También fueron objeto de investigación OPAs no registradas en España (por ser extranjera la sociedad objeto de la OPA), pero lanzadas por sociedades españolas.

Seguimiento de las OPAs parciales sobre Metrovacesa

El 1 de marzo de 2006 Cresa Patrimonial, S.L. presentó una OPA sobre el 20% del capital social de Metrovacesa, ofreciendo 78,10 euros por acción. Posteriormente, el 5 de mayo de 2006, Alteco Gestión y Promoción de Marcas, S.L. y Mag-Import, S.L.U. (en adelante "Alteco y Mag-Import") presentaron también una OPA por el 26% del accionariado de la misma sociedad a 80,0 euros por acción.

El 7 de agosto Cresa Patrimonial, S.L. elevó su oferta al 26% del capital a 90 euros y recurrió ante la Audiencia Nacional la aceptación por la CNMV de la oferta de Alteco y Mag-Import. La CNMV rechazó el 8 de septiembre la solicitud de Cresa Patrimonial, S.L. de mejorar su OPA y, posteriormente, el 13 de septiembre, la Audiencia Nacional rechazó la solicitud de Cresa Patrimonial, S.L. de suspensión cautelar de la OPA de Alteco y Mag-Import.

El 22 de septiembre de 2006 se resolvieron ambas ofertas públicas competidoras, de modo que a la propuesta de Cresa Patrimonial, S.L. acudió el 14,44% del capital, lo que elevaba su participación en Metrovacesa hasta el 38,74% del mismo. Por su parte, la oferta promovida por Alteco y Mag-Import fue aceptada por el 21,63% de los accionistas, con lo que su participación en la compañía ascendió al 43%.

La mayoría de los analistas auguraban que, tras la resolución de las ofertas, las acciones de Metrovacesa sufrirían un retroceso significativo en sus cotización para aproximarla al valor neto de sus activos, dado que, según el consenso existente, Metrovacesa estaría cotizando con una prima del 50%, aproximadamente, sobre el citado valor.

Contrariamente a las expectativas de la mayoría de los analistas, las acciones de Metrovacesa se dispararon en el mercado. El 25 de septiembre, primer día que retomaron la cotización tras la resolución de la OPA, Metrovacesa cerró a 101,20 euros, un 30% por encima del precio de cierre del 20 de septiembre, último día para acudir a las ofertas.

Posteriormente, el valor se ha mantenido en promedios próximos a los 121,5 euros, alcanzando el máximo de cotización el 18 de diciembre de 2006 (134,90 euros, un 73,5% por encima del precio de cierre del 20 de septiembre).

Con el fin de valorar la viabilidad de una evolución ordenada de la negociación de Metrovacesa después de las opas, se analizó su capital potencialmente disponible para la negociación en el mercado. El análisis tuvo en cuenta, en primer lugar, el nuevo nivel del capital flotante, obtenido deduciendo del total las participaciones de control. El resultado directo de las opas fue detraer casi las tres cuartas partes de la liquidez previa registrada en el valor. La liquidez resultante estaba afectada por las posiciones mantenidas en el valor con valores prestados, que habían crecido significativamente como consecuencia de que un elevado nivel de aceptantes acudieron a las opas con posiciones cortas. En consecuencia, a la detracción por las OPAs del 36,09% del capital se sumó la necesidad de comprar valores en el mercado que tendrían los accionistas con posiciones cortas.

Esta situación aconsejó seguir muy de cerca la incidencia de la actividad del mercado de préstamos de acciones del valor y su relación con la evolución de su negociación en mercado.

La evidencia disponible del mercado dio lugar a que el 25 de septiembre la CNMV solicitara al Comité Asesor Técnico (CAT) del Ibex 35 que se replanteara la permanencia de la inmobiliaria en el índice. El 3 de noviembre, el CAT concluyó que las acciones de Metrovacesa cumplían el requisito mínimo de capitalización del 0,30 por ciento, que su liquidez esperada, en términos de volumen de negociado, seguía entre las 35 mayores y que la reducción del 80 por ciento al 20 por ciento de su coeficiente de ajuste por *free-float* permitiría la eficiente réplica del índice, por lo que consideraban apropiado mantener a Metrovacesa en el Ibex 35.

Con posterioridad a la ratificación por parte del CAT del Ibex 35 de su permanencia en el índice y hasta la fecha del acuerdo alcanzado por los principales accionistas para segregarse la compañía (19 de febrero de 2007), Metrovacesa ha negociado 255.713 títulos (11.859.339 euros de efectivo) en media diaria, frente a los 513.266 títulos (31.449.592 euros de efectivo) diarios negociados en media desde el comienzo de 2006 hasta la confirmación de su permanencia en el Ibex 35 (el 2 de noviembre de 2006).

Vigilancia de las operaciones de compra y venta de volúmenes significativos

Dentro de las actuaciones de supervisión en los mercados de renta variable, una segunda línea de trabajo consistió en incrementar el esfuerzo en el seguimiento de las operaciones de venta de paquetes de acciones, a través de los procedimientos de colocación a inversores institucionales, tanto en la modalidad de *bought deal* como en la de *book building*³.

3. En la terminología internacional, se denomina *bought deal* a una compraventa en firme en la que el cliente pacta el importe y precio de la transacción con el intermediario financiero, siendo por cuenta y riesgo de éste la búsqueda de la contrapartida precisa para desprenderse del riesgo asumido. En el *book building* o sondeo previo, el intermediario financiero efectúa una primera prospección por cuenta de su cliente (*market sounding*) a la que sigue la fijación del precio final de la transacción y su concertación en firme.

La CNMV ha mantenido contactos con las entidades que han realizado ese tipo de colocaciones, recomendándoles los procedimientos más adecuados con el objeto de disminuir los riesgos de filtración de información privilegiada y su potencial impacto en el mercado. Además de este seguimiento individualizado de las distintas colocaciones, se ha realizado un análisis posterior del grado de seguimiento de las recomendaciones y de la operativa en el mercado desde la perspectiva del posible uso indebido de información privilegiada.

También han sido objeto de análisis los aumentos significativos de participación de accionistas de sociedades cotizadas mediante la compra en el mercado de volúmenes significativos de acciones. El conocimiento del interés de adquirir una participación relevante en el capital social de una compañía cotizada se configura como un supuesto de información privilegiada que podría ser utilizado de manera indebida por quienes posean dicha información. En consecuencia, la CNMV también ha reforzado la vigilancia y seguimiento de este tipo de actividad durante el 2006, investigando en detalle aproximadamente el 33% de las operaciones de aumento de posiciones significativas, incluyendo las más relevantes.

El seguimiento de estas prácticas y las conversaciones mantenidas con las entidades que las llevan a cabo en nuestro mercado está permitiendo una mayor comprensión de este tipo de prácticas con vistas a regularlas de manera adecuada, permitiendo su realización de manera ordenada en nuestro mercado y persiguiendo aquellas operativas que dañan la integridad de los mercados influyendo de manera inadecuada en las condiciones de negociación o permitiendo operar con información privilegiada a determinados inversores.

Seguimiento de informes de análisis y presentaciones

Por último, hay que señalar que, en el marco de las disposiciones de la Directiva de Abuso de Mercado y sus normas de desarrollo, y desde una perspectiva de carácter más preventivo, se ha prestado especial atención al grado de cumplimiento y seguimiento de las obligaciones que los analistas tienen en cuanto a la prevención del uso indebido de información privilegiada.

En la mayoría de los casos, se ha realizado un seguimiento a distancia de las presentaciones de analistas, analizando sus contenidos a la luz de la información públicamente disponible y realizando un seguimiento detallado de la evolución de la negociación del valor. En algunas ocasiones, con un criterio de nuevo más activo, también se ha asistido a determinadas presentaciones a analistas e inversores que resultaban de mayor interés, teniendo en cuenta la posición coyuntural de la compañía o el sector en el que ésta se encuadraba.

Es necesario resaltar que desde la CNMV se ha observado un elevado grado de cumplimiento de las recomendaciones sobre las reuniones informativas con analistas, inversores institucionales y otros profesionales del mercado de valores, hechas a las entidades emisoras mediante la carta remitida por la CNMV con fecha 22 de diciembre de 2005.

La gran mayoría de las compañías remitieron, con anterioridad a la celebración de este tipo de reuniones, información acerca del lugar, fecha y hora de celebración así como detalles de cómo acceder a la información facilitada en las presentaciones e incluso instrucciones para seguir la presentación en tiempo real. Las compañías facilitaron además a la CNMV, con carácter previo, el contenido de las informacio-

nes a facilitar en los encuentros con analistas, lo que permitió reforzar la transparencia del mercado mediante su difusión como hecho relevante de manera simultánea a la celebración de los encuentros, aumentando el grado de divulgación de la información sin perjudicar los legítimos intereses de las compañías.

Por otro lado, el seguimiento, bien a distancia, bien presencial, de los encuentros con analistas ha permitido verificar que durante las presentaciones y los posteriores coloquios y turnos de preguntas no se difundía información relevante que no hubiese sido hecha pública con anterioridad. En este punto hay que destacar también el seguimiento generalizado por parte de las compañías de sus obligaciones de evitar la difusión de información privilegiada, ciñéndose a los contenidos de las presentaciones y facilitando únicamente información pública. No obstante, en los casos específicos en los que se ha producido algún tipo de difusión de información privilegiada, el mencionado seguimiento por parte de la CNMV ha permitido requerir la información no hecha pública con anterioridad para proceder a su difusión como hecho relevante, sin perjuicio de las posibles investigaciones que hayan podido emprenderse.

Estudio exhaustivo de las entradas y salidas de los valores en el Ibex 35

Entre las medidas de refuerzo de la prevención de las conductas manipuladoras destaca el análisis exhaustivo realizado por la DMS de las entradas y salidas de valores que se han producido en el Ibex 35 en las diferentes revisiones del índice que han tenido lugar a lo largo de 2006.

La pertenencia al índice es una característica muy importante para las compañías, ya que representa, entre otros alicientes, una mayor visibilidad, lo que a su vez se traduce en una ganancia potencial de liquidez de sus acciones, que pueden pasar a formar parte de la cartera de muchos inversores institucionales. Entrar en el selectivo confiere, en definitiva, una mejor reputación al mercado del valor, con la consiguiente prima en su cotización.

El análisis llevado a cabo por la CNMV, en cada cambio en la composición del índice, se ha centrado en verificar si la negociación de los valores entrantes, potencialmente entrantes, salientes y candidatos a salir, de acuerdo con la metodología de las normas técnicas para la composición del Ibex 35, se ha producido en cada periodo de cómputo de una manera ordenada y legítima, sin que pudieran apreciarse distorsiones, tendentes a procurar que alguno de los valores escrutados presentara una actividad artificial encaminada a intentar permanecer o entrar en el índice, en detrimento de otros valores potencialmente candidatos para ello.

A tal efecto, la CNMV ha realizado análisis detallados de la negociación, en cada periodo de cómputo de las revisiones del Ibex 35, de las compañías potencialmente candidatas a entrar o salir del índice, más allá de las que lo hicieron. Los análisis incluyeron la capitalización, el volumen negociado, la calidad de la negociación, la concentración por miembros, las operaciones de autocartera, las operaciones por cuenta propia de sociedades de valores, la presencia en cada valor de instituciones de inversión colectiva, así como otra serie de informaciones, para valorar la adecuación de los cambios observados.

Los análisis han incluido contrastes de regularidad, extendidos de oficio a los 12 meses anteriores a los del periodo de cómputo en cada caso. No se observó en ningún caso evidencia empírica concluyente de cambio estructural en las pautas de contratación entre el periodo de cómputo y los 12 meses previos.

10.1.2 Renta fija

En el Mercado Electrónico de Renta Fija se ha prestado especial atención a las operaciones llevadas a cabo por participantes institucionales sobre bonos matador, debido a su importancia sobre el total contratado en este mercado.

En cuanto a la labor de supervisión realizada en AIAF Mercado de Renta Fija, se ha continuado con la vigilancia de operaciones sobre participaciones preferentes, segmento del mercado con elevada participación de inversores minoritarios, con el objetivo de verificar que los precios aplicados por las entidades a sus clientes se ajusten a criterios objetivos de valoración. Del mismo modo, como consecuencia del importante crecimiento que han experimentado las operaciones de titulización y su elevado volumen, se ha realizado un especial seguimiento de las operaciones realizadas sobre estos activos por parte de los inversores institucionales.

Asimismo, durante el ejercicio se han efectuado actuaciones dirigidas a perfeccionar la comunicación de las operaciones por parte de los miembros, asegurando que se realiza conforme a los procedimientos establecidos, y se ha prestado especial atención a la información transmitida y publicada por el mercado AIAF. En este sentido, se han introducido mejoras sobre todo en lo referente a las operaciones que efectúan los miembros con sus terceros, estableciendo mayores controles en la comunicación informativa (previa a la liquidación) de las operaciones a plazo y simultáneas y mejorando el tratamiento de la información por el mercado (por ejemplo, la publicación de las transferencias de valores como consecuencia de garantías financieras).

10.1.3 Productos derivados

MEFF Renta variable

A finales de 2006 se aprobaron modificaciones en las condiciones generales de los contratos de futuros y opciones sobre acciones. Los cambios pueden resumirse en:

- Una ampliación en el número de posibles acciones subyacentes a 36 incluyendo los 35 valores del Ibex y Prisa que desde el 22 de enero de 2007 ya se pueden negociar.
- Cambios en los procedimientos de liquidación a vencimiento de los contratos de futuros y opciones sobre acciones individuales, al objeto de asimilarlos a las prácticas usuales en los mercados europeos competidores. Dentro de estos cambios se incluye la eliminación del sistema dual y opcional de liquidación por el que se permitía elegir entre la liquidación por diferencias y por entrega. Con las nuevas condiciones, los contratos que lleguen abiertos a su vencimiento se liquidarán mediante entrega física de las acciones subyacentes.

En el ámbito de competencia europea se busca homogeneizar al máximo los procedimientos de liquidación de los contratos con el fin de reducir los costes operativos a las entidades que operan en varios mercados de derivados. Los cambios coinciden con un contexto de creciente competencia internacional en los contratos sobre acciones individuales, que se amplía a la incorporación de acciones de empresas extranjeras. Éste ha sido el caso de Eurex, que ha comenzado la negociación de contratos con subyacentes españoles y, así, se une a LIFFE, que ya cotizaba subyacentes españoles aunque hasta la fecha con poca liquidez. A la vez, cada mercado persigue, por una

parte, lograr la máxima diferenciación de los contratos así como mantener la liquidez de los subyacentes en los mercados de origen de las empresas cotizadas y, por otra, estandarizar y homogeneizar los procedimientos operativos de los contratos.

Además, se han comenzado a analizar los primeros borradores de las modificaciones normativas por las que se incorporarían nuevas alternativas de registro que convivirían con el sistema actual de cuentas de clientes individualizadas. El nuevo sistema de registro sería asimilable a los existentes en los principales mercados mundiales de derivados con los que MEFF compite y con los que necesita, como se ha comentado anteriormente, mantener unos procedimientos de negociación, compensación y liquidación lo más homogéneos posibles con el fin de no incrementar los costes operativos en comparación con sus principales competidores.

MFAO

El 6 de abril de 2006 se aprobó la Orden EHA/1094/2006 por la que se desarrollan las especialidades aplicables a los mercados secundarios oficiales de instrumentos financieros derivados sobre energía. Su Disposición Adicional Segunda recoge modificaciones a la Orden ECO/3235/2002, de 5 de diciembre, que desarrolla las especialidades aplicables a los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones sobre el aceite de oliva para asimilar los requisitos exigibles a los miembros industriales con los establecidos por MEFF para los miembros negociadores por cuenta propia habilitados para efectuar las mismas funciones. Las modificaciones más destacables son la rebaja en la exigencia de recursos propios a 50.000 euros desde los 300.000 iniciales y la eliminación del depósito de garantía inicial de 120.000 euros. El objetivo de las modificaciones es acercar los requisitos a la realidad del sector del aceite de oliva.

Tras la modificación anterior, una cooperativa del sector del aceite de oliva se ha incorporado a MFAO como miembro industrial. Sin la modificación normativa completada el 6 de abril de 2006, las cooperativas no hubieran podido acceder a MFAO como miembros industriales, debiendo operar a través de un miembro del mercado, con el consiguiente incremento de costes y menor eficiencia operativa que supone la intermediación frente a la participación directa en el mercado.

Segmento de *warrants*

En cuanto a la supervisión de la actividad del segmento de *warrants*, certificados y otros productos, en 2006 se ha continuado con el seguimiento de la actividad de los especialistas, mediante la medición automatizada de horquillas, volúmenes y tiempos de presencia en mercado. Por otra parte se ha hecho especial seguimiento de la operativa de *warrants* en el contexto de posibles usos de información privilegiada que pudiera afectar a los correspondientes subyacentes, básicamente con motivo de la presentación de opas sobre éstos, sin que se haya detectado ninguna práctica susceptible de sanción.

10.1.4 Registro, contrapartida, compensación y liquidación

Supervisión *in situ* de Iberclear

Entre finales del 2005 y el primer semestre del 2006 se ha efectuado una visita de supervisión *in situ* a la Sociedad de Sistemas. En ella se revisaron los procedimien-

tos operativos, escritos y no escritos, que afectan a la llevanza del registro contable (incluyendo inclusión y mantenimiento de valores, incorporación y actuación de entidades y control de saldos por el sistema), la gestión de la compensación y liquidación en las dos plataformas (CADE y SCLV) y las labores de supervisión asignadas a Iberclear por la normativa. También se hizo una revisión de la configuración de los sistemas informáticos y de las medidas de seguridad, así como del plan de contingencia establecido por Iberclear. La revisión de estos aspectos se realizó de manera conjunta, en determinadas áreas, con personal del Banco de España.

A partir de las conclusiones de la visita, se realizaron determinadas peticiones a Iberclear que se han ido ejecutando a lo largo de 2006 y otras que se han incorporado a su plan estratégico a corto y medio plazo. Entre otras cuestiones, se solicitó la mejora del sistema de préstamo centralizado y la optimización del sistema de fianzas, asuntos que han sido abordados por Iberclear en un programa de actuación para la gestión del riesgo de la liquidación bursátil. Las restantes medidas solicitadas están encaminadas a mejorar los procedimientos de liquidación, la gestión de la información y el desarrollo de las labores de supervisión de la propia Iberclear.

Iberclear-SCLV

Con motivo de la entrada en vigor, en abril de 2006, de la Instrucción Operativa (IO) 5/2006 de Iberclear, que permitía la cancelación de préstamos sin entrega de valores (obligatoria hasta ese momento), se ha continuado el seguimiento de la calidad del Registro Especial de Préstamos. Como consecuencia de este seguimiento y del análisis realizado tras varios meses de funcionamiento, se constató que, a pesar de la mejora que había representado la IO de Iberclear, aún persistían algunas dificultades para que las entidades, básicamente no residentes, pudieran actualizar debidamente el registro de préstamos.

Por ello, se consideró adecuado solicitar a Iberclear la formación de un grupo de trabajo en el primer trimestre de 2007, con los principales actores de la actividad de préstamo bilateral, a efectos de estudiar las posibles medidas adicionales a adoptar para seguir avanzando en la mejora de la calidad del registro, de forma que refleje la situación real del mercado, evitando que se mantengan como préstamos abiertos aquellos que, en realidad, han sido cancelados.

Iberclear-CADE

Se ha modificado la codificación de las incidencias con el objetivo de mejorar la identificación de las incidencias en esta plataforma.

10.2 Unidad de Vigilancia de Mercados

La Unidad de Vigilancia de los Mercados de la CNMV (UVM) tiene encomendada la realización de investigaciones para determinar la posible presencia de prácticas contrarias a la integridad del mercado. La UVM está especializada en investigar las situaciones en las que podrían existir conductas de abuso de mercado, principalmente en los casos de información privilegiada y manipulación del mercado.

En el ámbito de las investigaciones por información privilegiada, la UVM revisa no sólo la posible utilización de esa información sino que también comprueba que los

emisores y las entidades que prestan servicios de inversión o de asesoramiento de inversión en los mercados de valores se han dotado de procedimientos y los aplican adecuadamente para cumplir las normas de conducta establecidas en el Título VII de la Ley del Mercado de Valores y en el Real Decreto 1333/2005 de Abuso de Mercado.

Ese Título VII de la Ley del Mercado de Valores ha sido modificado durante el año 2006 por la Ley 12/2006, añadiendo un nuevo artículo, el 83 quáter, que obliga a las empresas de servicios de inversión y a las entidades de crédito que efectúen operaciones con instrumentos financieros a comunicar a la CNMV las operaciones que consideren que presentan indicios razonables para sospechar que utilizan información privilegiada o constituyen prácticas que falsean la libre formación de los precios. Para facilitar estas comunicaciones, la CNMV ha desarrollado un formulario electrónico de uso recomendado, publicado en enero de 2007 como documento en fase de consulta, si bien las mencionadas entidades y otros reguladores europeos ya vienen comunicando a la CNMV operaciones que consideran sospechosas.

En el cuadro 10.3 se resumen las actuaciones realizadas en las investigaciones desarrolladas por la UVM durante los años 2005 y 2006.

Actuaciones de la Unidad de Vigilancia de Mercados		CUADRO 10.3
	2005	2006
Personas investigadas	461	415
Personas físicas	264	236
Personas jurídicas	197	179
Actuaciones desarrolladas en las investigaciones	1.086	2.227
Requerimientos	1.013	2.128
Peticiones de colaboración a organismos extranjeros	26	29
Tomas de declaración	25	48
Inspecciones realizadas	22	22
Actuaciones posteriores	10	5
Advertencias y comunicaciones previas de posibles incumplimientos	3	2
Apertura de expedientes sancionadores	7	3

Fuente: CNMV.

De manera recurrente y desde su creación la UVM acude a los supervisores y reguladores extranjeros para solicitar su colaboración en las investigaciones desarrolladas. La colaboración prestada se ampara, generalmente, en acuerdos multilaterales o bilaterales de consulta, cooperación e intercambio de información suscritos por la CNMV y consiste habitualmente en:

- La identificación de los titulares finales de operaciones realizadas en el mercado de valores españoles a nombre de entidades financieras radicadas fuera de España, pero por cuenta de terceros.
- La realización de actuaciones de investigación de conductas desarrolladas por entidades o personas residentes en países extranjeros.

Hay que destacar que durante 2006 la UVM ha solicitado una mayor colaboración de los supervisores y reguladores extranjeros, en concordancia con la gran actividad

desarrollada por entidades radicadas fuera de nuestro territorio, tanto financieras como de otra índole, no sólo en la realización de operaciones en instrumentos financieros negociados en España sino también en operaciones corporativas relacionadas con emisores españoles.

Las investigaciones de la UVM pueden dar lugar a la realización de actuaciones posteriores por parte de la CNMV, si se estima que las personas investigadas han realizado prácticas que no se adecuan plenamente a las normas en vigor o que las incumplen. Durante el año 2006, estas actuaciones fueron las siguientes:

- Aperturas de expedientes sancionadores: el Comité Ejecutivo de la CNMV ha decidido la apertura de tres expedientes sancionadores por posible comunicación o utilización de información privilegiada y otras actuaciones contrarias a la LMV (imputando a cuatro personas). En una de estas situaciones, adicionalmente, se ha informado al Ministerio Fiscal de las actuaciones realizadas por una persona, para su posible consideración como delito de utilización de información privilegiada.
- Advertencias: el Comité Ejecutivo de la CNMV ha decidido formular dos advertencias a emisores para que, en el marco de situaciones en que existe información no pública, mejoren o cumplan en toda su extensión las normas de conducta establecidas en sus propios reglamentos internos de conducta.

10.3 Supervisión de las ofertas públicas de adquisición

En materia de ofertas públicas de adquisición, la CNMV analiza el cumplimiento de la normativa aplicable, la información que el oferente debe suministrar a los accionistas, y vela por el correcto desarrollo del proceso de la oferta. En determinados casos, entre los que destaca el de las ofertas cuya finalidad es la exclusión bursátil, la CNMV aprueba el precio ofertado.

Entre los aspectos relevantes de la supervisión de esta materia en 2006 destacan los siguientes:

Suspensión judicial de ofertas y adaptación del procedimiento de ofertas competidoras

Como consecuencia de la suspensión judicial de la oferta de Gas Natural sobre Endesa, la CNMV ha realizado diversas actuaciones con el fin de informar al mercado y ordenar el procedimiento de oferta sobre Endesa. Así, publicó una nota informativa sobre los plazos para la presentación de ofertas competidoras sobre Endesa, emitió diversas cartas a los depositarios de acciones de Endesa acerca de la suspensión de plazos y la revocabilidad de las aceptaciones en ese contexto y declaró suspendido el plazo de aceptación de la oferta de E.ON de forma simultánea a su autorización hasta que, con la reanudación de la OPA de Gas Natural, que tuvo lugar en enero de 2007, pudo concretar su inicio y la continuación del procedimiento de tramitación de las aceptaciones de la oferta de Gas Natural y el de mejora en sobre cerrado.

Tramitación de ofertas competidoras

Además de las ofertas sobre Endesa, se han tramitado ofertas competidoras sobre otras tres sociedades. Cabe destacar los siguientes aspectos de la supervisión de estos procesos:

- En relación con las ofertas sobre Endesa la CNMV ha interpretado que en régimen de competidoras toda modificación de precio de una oferta debe ser realizado mediante el procedimiento previsto en el artículo 36 del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, esto es, mediante la presentación en una única fecha y en sobre cerrado de la propuesta de mejora, sin perjuicio de que el oferente decida anticipar su decisión mediante la publicación de un hecho relevante. En ese caso dicha información tendrá carácter vinculante. El régimen aplicable a las ofertas competidoras se mantiene aun en el caso de desistimiento de una de ellas.
- En el caso de las ofertas sobre Metrovacesa, el Consejo de la CNMV acordó denegar la solicitud de mejora propuesta por entender que no se ajustaba a la normativa vigente en materia de opa.
- En el caso de Tele Pizza, la CNMV no admitió a trámite la solicitud de autorización de una oferta sobre esta compañía presentada por Vidisco por no ajustarse al régimen de competidoras al no superar el precio de la última oferta precedente todavía en tramitación. Finalmente, Vidisco optó por presentar una nueva solicitud de oferta elevando el precio ofrecido.
- En relación con las ofertas competidoras, la CNMV ha recibido varios escritos, denuncias de actuaciones y recursos contra las decisiones de la propia CNMV. Los más numerosos se refieren a las ofertas sobre Endesa, pero también se han producido en los casos de Metrovacesa, Europistas y Tele Pizza.
- En todos los procesos de ofertas competidoras la CNMV informa a través de la publicación de su página *web* de las fechas definitivas de finalización del plazo de aceptación de las ofertas, tras la prórroga automática hasta la finalización del plazo de la última competidora. En tres de los procesos de ofertas competidoras tramitadas durante 2006 se dio la particularidad de que la CNMV tuvo que informar de la prórroga del plazo sin poder concretar en ese momento la fecha de finalización por encontrarse todavía en tramitación una oferta competidora. También se han producido prórrogas del plazo de aceptación en otros casos a solicitud del oferente previa autorización de la CNMV.

Ofertas realizadas en varios mercados

La oferta formulada por Mittal Steel sobre Arcelor se realizó simultáneamente en Francia, Bélgica, Luxemburgo y España, al encontrarse las acciones de Arcelor admitidas a cotización en las bolsas de valores de dichos países. Arcelor tiene su domicilio social en Luxemburgo.

- Dado que la Directiva 2004/25/CE de 21/04/04 relativa a las ofertas públicas de adquisición, que regula la autoridad competente para la supervisión de una OPA en estos casos, no había sido aún transpuesta en todas las jurisdicciones implicadas, la oferta tuvo que hacerse atendiendo a las regulaciones de los respectivos países y tramitarse de forma coordinada por los cuatro organismos supervisores con objeto de que prevaleciese la igualdad de condiciones en todos los mercados. Para ello fue necesario adaptar algunas características y condiciones en la oferta, necesarias en algunos de los países afectados, por el resto de reguladores, incluyendo, en algunos casos, la publicación por la CNMV de reglas de mercado que eran necesarias en otros mercados tales como, por ejemplo, la información relativa a operaciones por un determinado volumen que se produjera en nuestro mercado.

- Por otra parte, tanto en el caso de Arcelor como en el de Endesa, los oferentes han decidido realizar una oferta simultánea en Estados Unidos. En estos casos, a diferencia de lo comentado en el párrafo anterior, se trata de dos ofertas diferentes, cada una sujeta a su normativa propia, aunque formuladas en términos sustancialmente iguales con objeto de que no se produzca trato discriminatorio entre los accionistas que operen en ambos mercados.

Exclusiones tras OPAs de toma de control

En 2006 se ha autorizado una sola OPA de exclusión, que tuvo como objeto a Cortefiel. En este caso, y de forma novedosa, se aceptó que el oferente no fuera la propia sociedad afectada sino su accionista mayoritario en la medida en que, de forma simultánea, Cortefiel solicitó a la CNMV la exclusión de negociación teniendo en cuenta la oferta formulada por su socio de control y aportando un informe de valoración emitido por un experto independiente, que fue analizado en detalle por la CNMV. Esta oferta se formulaba tras haberse realizado en 2005 la toma de control de Cortefiel mediante otra OPA en la que se había alcanzado el 87,39% del capital.

Por otra parte, de las 11 ofertas totales realizadas en 2006, en cuatro casos se ha producido o iniciado posteriormente un procedimiento de exclusión (Tele Pizza, TPI, Hullas del Coto Cortés y Cementos Lemona). En los tres primeros casos se ha considerado conveniente realizar una nueva OPA para la exclusión (autorizada ya en 2007) atendiendo al número de accionistas o el porcentaje de capital que quedaba en circulación tras la oferta inicial. En el caso de Cementos Lemona, en que se había alcanzado en la primera oferta un 96,04% del capital, la exclusión se ha realizado ya sin necesidad de nueva oferta.

Advertencias al folleto

La CNMV ha incluido advertencias para facilitar el análisis y comprensión del folleto de la oferta en dos ocasiones, en la oferta formulada por Mittal sobre Arcelor y en el de Prisa sobre Sogecable.

11 Supervisión de entidades

La supervisión de entidades continúa respondiendo al doble objetivo de prevenir y gestionar adecuadamente los riesgos a partir de un control continuo de carácter horizontal junto con una revisión periódica o vertical, realizadas tanto a distancia como *in situ*.

Como ya se anticipaba en el Informe Anual de 2005, esta metodología de supervisión parte de una evaluación previa de perfiles de riesgo global basada en un mapa sectorial o mapa de riesgos que tiene en cuenta dos tipos de factores:

1. Factores cuantitativos, tales como la evolución de la situación financiera y patrimonial de las entidades, la naturaleza de su clientela y los activos de terceros en depósito o en gestión.
2. Factores cualitativos, tales como la estructura societaria y de gestión, las medidas de control interno y de gobierno, el nivel de respaldo financiero de sus accionistas o el grado de independencia y volatilidad de sus fuentes de ingresos.

Esta metodología, basada en principios internacionales, se inspira en la desarrollada por otros supervisores como el Banco de España (SABER¹) o la FSA británica (ARROW²), así como en los informes COSO³, los “Principios Básicos para una Supervisión Eficaz” del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (octubre 2006) y los principios de IOSCO⁴. La CNMV ha venido desarrollando este enfoque supervisor durante los últimos tres años, partiendo de un análisis cuantitativo e incorporando de forma progresiva un mayor conjunto de variables cualitativas. Si bien hasta ahora se ha observado que las variables cuantitativas son una buena medida de evaluación de impactos, los factores de tipo cualitativo son mucho más eficaces para trazar un adecuado perfil de los riesgos de cada entidad de forma individualizada.

De forma complementaria al análisis individual de riesgos e impactos, el mapa de riesgos se alimenta de un estudio anual sobre la coyuntura y las perspectivas de los mercados. Dicho estudio sirve para evaluar el impacto de los factores macroeconómicos de influencia en las entidades ponderados en función de la sensibilidad medida según sus fuentes de ingresos, tipo de negocio, clientela y estructura. Este análisis inspirado en el denominado análisis *top-down* en terminología ARROW, ofrece como resultado una valoración ajustada de la vulnerabilidad de las entidades a cambios desfavorables en su entorno de negocio.

1. Supervisión de la Actividad Bancaria Enfocada al Riesgo.

2. Advanced, Risk Responsive, Operating frame Work. Es el nombre del enfoque basado en el riesgo para la regulación de la Financial Services Authorities (FSA).

3. Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission.

4. International Organization of Securities Commission.

El modelo actual no está cerrado ni completamente implantado. Queda pendiente el ajuste de los perfiles de riesgo mediante la incorporación de las medidas mitigadoras que tanto la CNMV como las propias entidades vayan considerando necesarias y la determinación de las ponderaciones a asignar a cada uno de los factores de riesgo. Todo ello se realizará en función de los objetivos a cubrir por la supervisión junto con un estudio, no sólo de riesgos, sino también de impactos.

El resultado de este enfoque, basado en el mayor protagonismo de los factores cualitativos y una supervisión de carácter preventivo, ha supuesto una mejora sustancial en la adopción de medidas correctoras por parte de las entidades. Además, ha contribuido a incrementar la eficacia de las labores de supervisión gracias al énfasis otorgado a la evaluación de la idoneidad y suficiencia de los procedimientos, los sistemas organizativos internos de las entidades y la calidad de sus políticas de gobierno corporativo.

Con el fin de realizar un seguimiento del proceso de adopción e implantación de medidas correctoras, se está otorgando un mayor protagonismo a las funciones desarrolladas por las unidades de control interno, de riesgos y de cumplimiento normativo de las propias entidades y sus grupos.

La experiencia supervisora ha demostrado la superioridad de la prevención frente a otro tipo de medidas de tipo reactivo y sancionador. El enfoque de control de riesgos impulsados por la MiFID⁵ y la nueva normativa de solvencia inspirada en Basilea II⁶ han obligado, tanto a los supervisores como a las entidades, a evolucionar hacia una concepción del control del riesgo regulatorio con responsabilidades compartidas, en la medida en que el riesgo de cumplimiento normativo debe ser tratado como un riesgo más a gestionar del mismo modo que se gestionan, por ejemplo, los riesgos operativos o los de mercado.

En este contexto, la actividad supervisora de la CNMV durante el 2006 ha estado muy centrada en la evaluación del cumplimiento de responsabilidades por parte de las unidades de control de las entidades.

En el cuadro 11.1 se resumen las incidencias más frecuentemente detectadas en el ámbito de la prestación de servicios de inversión. A lo largo de 2006 estas incidencias no afectaron a la solvencia de las entidades y se hallan en vías de solución.

Síntesis de incidencias detectadas en entidades que prestan servicios de inversión

CUADRO 11.1

Área de análisis	Principales incidencias detectadas
Estructura organizativa, medios y procedimientos	Deficiencias relativas al establecimiento de medidas para impedir flujos de información entre áreas separadas de actividad. (intermediación por cuenta propia, intermediación por cuenta ajena, gestión de carteras, análisis, etc.). Deficiencias en los sistemas de decisión sobre inversiones que no garantizan que éstas se adopten de forma autónoma dentro de cada área separada. Inadecuada composición de los consejos de administración de sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva al incluir personal directivo de entidades de crédito relacionados con el área de gestión de la cuenta propia. Deficiencias en la aprobación por los órganos correspondientes, en particular el consejo de administración, de los manuales de procedimientos relativos a la comercialización de productos de inversión a clientes minoristas.

5. "Markets in Financial Instruments Directive". Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a los mercados de instrumentos financieros.

6. "Nuevo Acuerdo de Capital" aprobado por el Comité de Basilea en junio de 2004.

Síntesis de incidencias detectadas en entidades que prestan servicios de inversión (continuación)

CUADRO 11.1

La regulación y supervisión de los mercados de valores
Supervisión de entidades

Área de análisis	Principales incidencias detectadas
	<p>Deficiencias en cuanto a los criterios utilizados para la segmentación de productos y clientes y establecimiento y actualización de manuales de procedimientos al respecto.</p> <p>Deficiencias en los procedimientos de registro de los acuerdos alcanzados en las reuniones de los distintos comités involucrados en la comercialización de productos de inversión.</p>
Idoneidad producto/cliente	<p>Deficiencias en la calificación asignada a determinados productos comercializados, al no reflejar adecuadamente su complejidad o riesgo inherente (CFA, fondos garantizados OPV, OPS, participaciones preferentes, deuda subordinada, <i>warrants</i>, productos estructurados, etc.).</p> <p>Inadecuados criterios de segmentación de la clientela, no considerando aspectos relevantes para la determinación de los perfiles de riesgo.</p> <p>Inobservancia de las limitaciones existentes para la comercialización de productos complejos o de elevado riesgo a clientes con escasos conocimientos y sin experiencia inversora, así como no encuadrados en su público objetivo.</p> <p>Deficiencias o inobservancia de los procedimientos establecidos para limitar la comercialización de productos complejos o de riesgo elevado a través de determinados canales de distribución.</p>
Actividad publicitaria	<p>Discrepancias entre la información contenida en los folletos, la información publicitaria y la contenida en las notas internas o circulares operativas enviadas a la red comercial en relación a perfil de riesgo del cliente, riesgo del producto y principales características de los mismos.</p> <p>Deficiencias en el contenido de las comunicaciones o informaciones legales remitidas periódicamente a clientes que podrían llevar a interpretaciones erróneas respecto a la rentabilidad, coste o riesgos de los productos contratados.</p>
Actividad de comercialización de productos y otros servicios	<p>Deficiencias en los criterios de selección de productos de inversión adquiridos a través de contratos de gestión de carteras, anteponiendo los intereses de la entidad sobre los de sus clientes.</p> <p>Selección de productos inadecuados de acuerdo a los criterios de inversión establecidos en contratos de gestión de carteras.</p> <p>Discrepancias respecto a los servicios contratados por los clientes y los efectivamente prestados por las entidades que podrían llevar a una interpretación errónea de dichos servicios por parte de los clientes. (por ejemplo servicios de asesoramiento y gestión de carteras).</p>
Actividad de comercialización de productos y otros servicios	<p>Inadecuada utilización de carteras gestionadas con el objeto de alcanzar el número mínimo de accionistas exigido en la SICAV.</p> <p>Deficiencias en la comercialización de IIC al exigir en la primera suscripción de un fondo de inversión la apertura de una cuenta corriente que soporta comisiones y gastos.</p> <p>Inobservancia en la obtención de la autorización de los clientes para registrar valores adquiridos a su nombre en cuentas globales así como en la información suministrada sobre los riesgos que asumen por esta operativa.</p> <p>Deficiencias en cuanto a los procedimientos establecidos para la búsqueda de contrapartidas a las órdenes dadas por clientes sobre emisiones propias con escasa liquidez, así como en los precios ofertados a clientes minoristas.</p> <p>Discrepancias entre la calificación de riesgo otorgada a las emisiones propias y a emisiones similares realizadas por terceras entidades.</p>
Documentación y custodia	<p>Deficiencias en cuanto a la salvaguarda de documentación identificativa de clientes, documentos de perfilación de los mismos, documentación contractual y/o documentación soporte de las operaciones ordenadas por aquéllos.</p>
Servicio de reclamaciones y atención al cliente	<p>Deficiencias en la información contenida en la página <i>web</i> referida al servicio de atención al cliente.</p> <p>Inobservancia en las contestaciones a las reclamaciones de clientes, de referencia alguna sobre la posibilidad de presentar las reclamaciones ante la CNMV.</p>
Control interno	<p>Inexistencia de programas periódicos de revisión relacionados con la comercialización de productos de inversión a clientes minoristas.</p>

11.1 Supervisión de las empresas de servicios de inversión (ESI)⁷

11.1.1 Proceso de adaptación a la MiFID

En septiembre de 2006 se publicaron tanto la Directiva como el Reglamento de nivel 2 de la MiFID. Desde esa fecha, la CNMV está participando en CESR⁸ en los desarrollos de nivel 3, es decir, en la elaboración de guías orientativas que ayuden a la implantación homogénea de la Directiva 2004/39/CE (Directiva MiFID).

El alcance de la MiFID es muy amplio, ya que todas las personas y entidades que actúan en los mercados de valores se verán afectados. Asimismo influirá en la estructura de los mercados y afectará a la forma de operar de las ESI, a su organización y a su relación con la clientela.

Desde 2005 la CNMV viene prestando especial atención al proceso de adaptación de las entidades supervisadas al nuevo marco regulatorio que entrará en vigor con la MiFID en noviembre de 2007. Para ello no sólo se han realizado actividades divulgativas sino que también se han adaptado los programas de supervisión a tal fin.

Con fecha 17 de julio de 2006, la CNMV remitió un escrito a todas las entidades financieras instándolas a preparar cuanto antes un plan de adaptación que analice el previsible impacto de la MiFID en cada una de las áreas y unidades de negocio, así como los cambios precisos para adaptarse a su entrada en vigor. En concreto, se solicitó que realizasen un análisis de los cambios que tendrán que incorporar en sus estructuras de gobierno corporativo: el papel y las responsabilidades del consejo de administración y la alta dirección, el cumplimiento normativo, la gestión de conflictos de interés, la externalización de funciones, la salvaguarda de activos de clientes, el mantenimiento de registros, los planes de contingencia y continuidad del negocio, la clasificación de la clientela y el conocimiento del cliente para una correcta aplicación del test de idoneidad, la gestión de órdenes y mejor ejecución, así como la proporción de información adecuada a la clientela sobre los servicios prestados.

Adicionalmente, se transmitió a las entidades la necesidad de trabajar en el establecimiento de medidas razonables y proporcionadas al tamaño, estructura, naturaleza y complejidad del negocio, así como a los riesgos inherentes.

Por último, otro objetivo perseguido con la remisión de esta carta fue el de concienciar al sector sobre los impactos de la nueva normativa que, junto con la reciente regulación sobre prevención del abuso de mercado y los próximos cambios en los requisitos de solvencia derivados del Plan de Acción de los Servicios Financieros, suponen un nuevo entorno con implicaciones muy importantes en el diseño y la gestión de los sistemas de gobierno corporativo, los procesos y procedimientos internos de control y la estructura organizativa de las entidades.

11.1.2. Proceso de adaptación a la nueva Directiva de Adecuación de Capital⁹

El nuevo acuerdo de Basilea, en el que se inspira la nueva Directiva de Solvencia, junto con la adopción de las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC), supo-

7. ESI comprende sociedades y agencias de valores y sociedades gestoras de cartera.

8. Committee of European Securities Regulators.

9. Directiva 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de junio de 2006 sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito.

nen un cambio sustancial en el modelo tradicional para el cálculo de los requisitos de recursos propios mínimos. El nuevo modelo no sólo incorpora importantes cambios respecto a dicho cálculo, sino que además implica la adopción de una metodología moderna para el reconocimiento, la valoración y la gestión de los riesgos, así como para la prevención de impactos que puedan llegar a poner en cuestión la viabilidad de las entidades.

La implantación de este nuevo modelo no sólo supone un reto para las entidades, sino que también implica un cambio de enfoque supervisor en el sentido de adoptar una metodología basada en el análisis de riesgos, tal y como se ha comentado.

Para ello, la CNMV ha seguido adaptando sus procesos y procedimientos internos, además de avanzar de forma coordinada con sus homólogos a través de un grupo de trabajo creado a tal efecto y liderado por el Banco de España, con el fin de llegar a un proceso de adaptación razonable de la normativa de solvencia al sector de sociedades, agencias de valores y gestoras de cartera.

La CNMV reconoce que la nueva Directiva de Solvencia podría llegar a implicar una regulación sobredimensionada para el sector de empresas de servicios de inversión cuya supervisión es responsabilidad de la CNMV. Por lo tanto, la normativa de adaptación no debe suponer un coste desproporcionado para las entidades, sino que debe contener unos mínimos razonables y aceptables para garantizar la correcta transposición de la Directiva.

Entre otras iniciativas regulatorias en las que la CNMV participa se encuentra el grupo de trabajo creado por la Dirección General del Tesoro. En 2006, dicho grupo ha avanzado sobre todo en el proceso de disciplina y transparencia supervisora. El resultado final de este trabajo será una página *web* alimentada por los organismos nacionales con competencias en materia de solvencia, a través de la cual se divulgará normativa, criterios supervisores y resultados de la supervisión que sean una ayuda para las entidades implicadas.

11.1.3 Supervisión prudencial

Si se compara con el sector de la inversión colectiva o con las entidades de crédito que prestan servicios de inversión, el colectivo de sociedades, agencias de valores y gestoras de carteras es reducido, tanto en número de entidades como en volúmenes de clientela minorista y cifra de negocio. No obstante, la supervisión de la solvencia, tanto a nivel individual como a nivel consolidado, sigue requiriendo una importante asignación de recursos y medios de supervisión.

De esta manera, en función del perfil de riesgo, cada entidad es controlada y analizada por un equipo de personas que realiza el seguimiento de la información recibida: estados financieros mensuales (balance, cuenta de resultados, informaciones complementarias, información sobre riesgos), informes de auditores externos, informes sobre el grado de cumplimiento de las normas de control interno, reclamaciones y denuncias de los inversores, etc. La labor del análisis y seguimiento de las entidades y sus grupos recae tanto en los equipos de supervisión a distancia como de supervisión *in situ*. De esta manera, se logra la unificación de los trabajos de análisis y seguimiento a distancia y las labores inspectoras *in situ* y, en consecuencia, se potencia el modelo de supervisión continuada, es decir, el conocimiento sistemático y actualizado de cada entidad y grupo consolidable.

Supervisión de ESI: requerimientos remitidos por la CNMV en 2006

CUADRO 11.2

Tipo de requerimiento	Actuaciones		
	A distancia	In situ	Total
Por información fuera de plazo	199		199
Solicitud de información	280	157	437
Medidas correctoras o recomendaciones	62	54	116
Otras comunicaciones	9	14	23
Total	550	225	775

Fuente: CNMV.

Como complemento a los procedimientos de supervisión descritos, en 2006 se ha empezado a requerir a las entidades inspeccionadas en las que se han observado deficiencias un informe sobre la idoneidad y efectividad de las medidas adoptadas para subsanarlas, transcurrido un plazo razonable desde su comunicación. Dicho informe debe ser emitido por las unidades de control interno de las entidades.

El número de requerimientos enviados a las entidades se incrementó respecto al ejercicio anterior debido al aumento de aquellos relacionados con la presentación de información fuera de plazo (véase cuadro 11.2). No obstante, se ha podido apreciar una mayor disciplina en el sector, tanto en el cumplimiento de las normas como en la rapidez en la adopción de medidas correctoras. En el ejercicio 2006, únicamente una entidad ha sido objeto de medidas cautelares y de revocación de la autorización.

Los resultados del sector de empresas de servicios de inversión han experimentado un crecimiento espectacular durante el ejercicio 2006 (véase el capítulo 7). A este crecimiento ha contribuido el aumento de los ingresos netos por la actividad típica de las entidades, pero también ha sido decisiva la salida a bolsa de BME (bolsas y Mercados Españoles), ya que varios miembros del mercado tuvieron la oportunidad de vender sus acciones, hasta entonces de carácter permanente.

Cabe destacar que continúa la tendencia decreciente en cuanto al número de entidades en pérdidas, siendo únicamente 14 las entidades en esta situación, de un total de 119.

La supervisión prudencial no sólo analiza la evolución de los resultados de las entidades, sino que también hace especial hincapié en el cumplimiento de los requisitos de solvencia, la diversificación de riesgos y las disponibilidades de liquidez. Como se aprecia en el cuadro 11.3, las entidades mantuvieron un amplio margen de cobertura sobre los recursos propios exigibles.

Si bien las situaciones de incumplimiento en términos globales han descendido respecto al ejercicio anterior, hay que destacar que varias gestoras de cartera incumplieron los requisitos de capital debido al incremento de los recursos propios exigibles provocado por el aumento de las carteras gestionadas.

Además de la supervisión a nivel individual, se realiza la supervisión a nivel consolidado. La configuración del sector a cierre del pasado ejercicio estaba formada por 51 grupos y/o subgrupos.

Margen de cobertura de los recursos propios de las ESI sobre el coeficiente de solvencia¹

CUADRO 11.3

La regulación y supervisión de los mercados de valores
Supervisión de entidades

	Margen agregado del sector ²	Promedio por entidad ³		Número de entidades según el margen				
		Importe ²	% ⁴	<50%	<100%	<200%	<500%	>=500%
Sociedades de valores	858.443	18.265	419,40	5	6	5	15	16
Miembros de bolsa	738.177	19.951	412,49	3	5	3	13	13
No miembros de bolsa	120.266	12.027	467,49	2	1	2	2	3
Agencias de valores	118.522	2.079	211,21	13	10	15	9	10
Miembros de bolsa	19.797	1.980	307,36	2	0	3	3	2
No miembros de bolsa	98.725	2.101	198,75	11	10	12	6	8
Sociedades gestoras de cartera	16.318	1.088	76,87	5	1	5	2	2
Total	993.283	8.347	352,20	23	17	25	26	28

Fuente: CNMV.

1. Diferencia entre recursos propios computables y recursos propios exigibles a efectos del coeficiente de solvencia.
2. Miles de euros.
3. Promedio ponderado por los recursos propios exigibles de cada entidad.
4. En porcentaje sobre los recursos propios exigibles.

Las inspecciones realizadas a lo largo de 2006 han hecho especial énfasis en el análisis de empresas vinculadas, así como en la posible existencia de grupos sometidos a supervisión en base consolidada por la CNMV y constituidos en torno a sociedades gestoras de cartera, aspecto novedoso introducido por el Real Decreto 1332/2005¹⁰.

Tanto para esta nueva tipología de grupos consolidables como para los constituidos en torno a sociedades y agencias de valores, la supervisión *in situ* y el análisis de los informes anuales realizados por los auditores a cierre de ejercicio se han mostrado como las vías más efectivas para la determinación de las entidades integrantes de los citados grupos.

10. El Real Decreto 1343/92, de 6 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 13/92, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras, ha sido modificado por el Real Decreto 1332/2005, por el que se desarrolla la Ley 5/2005, de supervisión de los conglomerados financieros.

El Real Decreto 1343/92, de 6 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 13/92, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras, ha sido modificado por el Real Decreto 1332/2005, por el que se desarrolla la Ley 5/2005, de supervisión de los conglomerados financieros.

Este cambio normativo exige desde noviembre de 2005 el cumplimiento de requisitos de solvencia en base consolidada también para las sociedades gestoras de carteras.

De esta forma, si una empresa cuya actividad principal consiste en tener participaciones en entidades financieras, o si una persona física, un grupo de personas físicas que actúen sistemáticamente en concierto o una entidad no consolidable controla varias entidades financieras, y una de ellas es una sociedad gestora de cartera, quedaría configurado un nuevo grupo de empresas de servicios de inversión, siempre además que se dé la circunstancia de que la SGC sea la entidad financiera de mayor dimensión relativa.

Esta novedad implica que las SGC deben analizar la existencia de entidades vinculadas a su gestora, sus administradores y sus accionistas y determinar si, como consecuencia de lo anterior, debieran informar a la CNMV de la configuración de un grupo consolidable de empresas de servicios de inversión.

Además, deberán cumplir con la obligación de someter las cuentas e informes de gestión consolidados a auditoría de cuentas.

11.1.4 Estructuras societarias y la prestación transfronteriza de servicios de inversión

Cabe destacar que en el 2006 una de las preocupaciones en materia de supervisión es la creación de estructuras de propiedad paralela para la prestación, entre otros, de servicios financieros¹¹.

La creación de estructuras paralelas de propiedad complejas y poco transparentes persigue el objetivo de eludir las exigencias normativas, básicamente en términos de capital, normalmente conjugado con el arbitraje regulatorio entre jurisdicciones, utilizando aquellas que ofrecen planteamientos regulatorios más laxos y siempre evitando la supervisión en base consolidada completa desde el país de origen. Ello da lugar a la coexistencia de varios supervisores prudenciales con una visión parcial y fragmentada de la verdadera situación financiero-patrimonial del grupo y de los riesgos a los que pudiera quedar expuesto, dado que ninguno de ellos lo supervisa en su integridad.

Esto da lugar a dos tipos de problemas:

1. La competencia desleal en la prestación de servicios de inversión por la creación de “capital artificial” respecto a las estructuras sometidas a supervisión consolidada completa con sus correspondientes requisitos de capital.
2. Que el riesgo patrimonial al que el grupo queda expuesto, y el potencial efecto dominó de la transferencia de riesgos entre las distintas entidades del grupo, suponga también un riesgo para la integridad del patrimonio de sus clientes.

Todo lo anterior puede agravarse por problemas relacionados con el blanqueo de capitales, especialmente a través de estructuras con filiales en países cuyas medidas para luchar contra el lavado de dinero no sean especialmente estrictas.

La CNMV ha detectado algún ejemplo de este tipo de estructuras en el sector financiero y, en particular, en algunos grupos del sector de las sociedades, agencias de valores y gestoras de carteras, por lo que a efectos de comprender y valorar adecuadamente la dimensión de estas estructuras, la supervisión se centra tanto en el análisis de sociedades vinculadas en los proyectos de autorización de nuevas entidades como en la estrecha cooperación con supervisores extranjeros, pudiendo incluso no autorizar o revocar la autorización de la entidad española cuando no se pueda aplicar un sistema de supervisión adecuado.

Respecto a la cooperación activa con otros supervisores cabe destacar que en 2006 se ha continuado con los contactos bilaterales y multilaterales iniciados en 2005 mediante reuniones en la sede de la FSA con la SEC¹² americana y otros supervisores europeos. La finalidad de estas reuniones ha sido dar a conocer el régimen de supervisión consolidada que la SEC aplica a los grandes grupos financieros para determinar si el mismo es equivalente al régimen de supervisión establecido en la normativa europea. Actualmente están sometidos a este régimen 5 grupos financieros, de los que dos tienen filiales en España. Asimismo, se ha mantenido contacto permanente con otros supervisores homólogos en estrecha colaboración en la inves-

11. Definidas en el documento Paralell Owned Banking Structures, enero 2003, Basel Committee on Banking Supervision.

12. Securities and Exchange Commission.

tigación de grupos complejos con estructuras paralelas inicialmente supervisadas de forma fraccionada y parcial por los respectivos supervisores de origen.

En otro caso también se ha observado la utilización de entramados societarios con un estructura paralela de propiedad alrededor de una empresa de servicios de inversión para la realización de operativa intradía apalancada. De esta forma se elude el cumplimiento de los límites de riesgos y la aplicación de los correspondientes requisitos de recursos propios mínimos exigibles por riesgos derivados de la cartera sobre la que se opera. En este caso concreto, la operativa intradía apalancada era intermediada a través de una agencia de valores que, por su estatuto, no podría realizar esta actividad por su cuenta, con la consecuente transferencia de riesgos para el sistema al no estar el riesgo de las posiciones abiertas durante el día respaldado con un nivel patrimonial suficiente, ni con los avales necesarios.

De nuevo se observa que este tipo de estructuras tienen el objetivo de eludir límites y exigencias regulatorias e implican no sólo una transferencia de riesgos al sistema, sino también la competencia desleal con entidades que realizan actividades similares pero con un coste muy superior en términos de capital, infraestructura, medios y control.

11.1.5 Normas de conducta y conflictos de interés

A lo largo de 2006 se ha mantenido la tendencia creciente y generalizada a la mayor complejidad de los productos comercializados por el sector financiero y, en particular, entre inversores minoristas. También se ha observado, en algún caso, la adquisición de productos significativamente complejos y muy poco líquidos para carteras gestionadas de clientes particulares. Este hecho, unido a una inadecuada identificación del perfil de cada cliente respecto al riesgo, así como la remisión de información errónea, pobre y engañosa sobre sus posiciones, riesgos inherentes y la valoración a precio de mercado de la cartera, constituyen prácticas que han sido objeto de medidas rigurosas por parte de la CNMV.

Se han identificado casos muy puntuales de adquisición, para algunas carteras gestionadas de clientes, de estructuras a medida que consisten en la titulización de valores procedentes de otras titulizaciones a través de sociedades de propósito especial domiciliadas en Luxemburgo. Las emisiones contemplan tanto estructuras de caja como sintéticas (derivados de crédito tipo CDS, *credit default swap*) así como titulizaciones de deuda corporativa (CDO, *collateralized debt obligations*) y titulizaciones correspondientes a préstamos comerciales (ABS, *asset backed securities*), incluidos los hipotecarios (MBS, *mortgage backed securities*). Asimismo, se ha detectado algún caso de adquisición de bonos de naturaleza compleja, como son las emisiones perpetuas con rentabilidad ligada a tipos de interés *swap*, las emisiones cuyo rendimiento se determina en función de la evolución de la pendiente de la curva de tipos, las emisiones cupón cero amortizables a voluntad del emisor, y otros productos estructurados cuya rentabilidad se determina en función de la evolución tanto de determinados tipos de interés como de activos de renta variable.

Tales productos, o bien no cotizan en mercado alguno ni existe compromiso de liquidez por parte de su emisor ni de terceros, o bien se trata de valores que si cotizan tienen escasa liquidez en la práctica. Por lo tanto, la obtención de una valoración teórica de dichos activos presenta graves dificultades dada su complejidad y falta de consenso sobre la metodología de valoración aplicable. Sin embargo, no siempre las sociedades disponen de herramientas adecuadas para controlar el riesgo y valorar adecuadamente estos productos.

En algún caso esta operativa adolece de falta de cobertura expresa en los contratos de gestión suscritos, ya que o bien no recogen la posibilidad de invertir en activos no cotizados, o bien no resultan adecuados al perfil del inversor o bien la información remitida a los clientes no recoge adecuadamente las características de estos productos ni su valoración.

Por otra parte, en los casos observados (marginales en el sector) eran frecuentes las aplicaciones entre clientes sobre estos activos, lo que, unido a las dificultades de valoración señaladas, suponía un evidente conflicto de interés entre los clientes de la entidad.

Otro hecho observado se refiere al aumento en el número de entidades que dependen del cobro de retrocesiones por colocación de instrumentos financieros entre clientes gestionados o asesorados, de los que, a su vez, perciben comisiones por la prestación de estos servicios. Si bien el asesoramiento sobre inversiones no es un servicio sujeto a autorización previa hasta la entrada en vigor de la MiFID, hay que tener en cuenta que es un servicio financiero cuya prestación sí está sujeta a las normas de conducta establecidas en el título VII de la LMV, entre las que se encuentran las relativas a la gestión de los conflictos de interés.

En consecuencia, las entidades que perciban retrocesiones de comisiones por la venta o colocación de productos a través del asesoramiento o la gestión de carteras deben tener en cuenta que ambas actividades suponen un conflicto de interés. Este conflicto será más o menos perjudicial para los inversores gestionados o asesorados en la medida en que los ingresos por retrocesiones percibidos sean o no determinantes para la viabilidad del negocio del proveedor de servicios de inversión. Si los ingresos por retrocesiones resultan significativos para la entidad en términos relativos, será más difícil garantizar un asesoramiento y una gestión de carteras independientes, leales y en el mejor interés de sus clientes.

De esta manera, las entidades deberán elegir el modelo de negocio que les resulte más idóneo y rentable, pero siempre estableciendo de forma rigurosa la frontera que separe, por un lado, sus deberes de lealtad hacia el inversor y, por otro lado, hacia el proveedor de productos por los que cobre retrocesiones. Ambas líneas de negocio son igualmente válidas por separado, pero están sujetas a distintos deberes y condicionadas por distintos intereses cuando se realizan de forma conjunta, especialmente en entidades de reducido tamaño en términos de capital y negocio.

Conviene recordar que la nueva regulación derivada de la MiFID incide tanto en la relación de las entidades con sus clientes como en la existencia de estructuras de gobierno y organizativas adecuadas y orientadas a crear una cultura general de control de riesgos y, muy en particular, de control de los riesgos de perjuicio al mercado y a los inversores debidos a los conflictos de interés en el seno de las entidades y de los grupos en los que se integran.

Por todo lo anterior, a lo largo de 2006 se ha continuado con la labor iniciada en 2005 para la evaluación del diseño de las estructuras organizativas de las entidades supervisadas y sus grupos con un doble objetivo: garantizar la correcta separación entre áreas susceptibles de generar conflictos de interés y dotar a las entidades de instrumentos de control interno efectivos que constituyan un primer nivel de detección y adecuada gestión de los riesgos.

En este sentido, cabe destacar que la mera divulgación de los conflictos no resulta la medida más eficaz contra éstos porque no es una verdadera medida de gestión de conflictos y tampoco evita, en la gran mayoría de los casos, el perjuicio a los inversores. Al contrario, la divulgación sistemática de información sobre servicios de inversión que se prestan bajo conflicto puede convertirse en una medida de protección de las entidades ante eventuales reclamaciones de los inversores o de actuaciones de la CNMV.

Respecto a la información remitida a los clientes, no sólo la referida a las advertencias relativas a servicios prestados bajo conflicto, sino también a los contratos, y otra información respecto a sus operaciones es, con frecuencia, compleja y estandarizada en exceso. Esto conlleva que no se incluyan o queden difuminados datos relevantes o que se omitan los avisos o advertencias necesarias para que el inversor pueda tomar adecuadamente decisiones respecto a su patrimonio.

Por último, en noviembre de 2005 se publicó el Real Decreto 1333/2005, por el que se desarrolla la LMV en materia de abuso de mercado. Entre las entidades sujetas a sus previsiones se encuentran las empresas de servicios de inversión. El capítulo IV regula las condiciones que han de cumplirse para la elaboración y presentación de recomendaciones de inversión y para, en su caso, desvelar los conflictos de interés que puedan afectar a quien elabore tal recomendación.

Respecto a la actividad de análisis financiero cabe mencionar que, si bien no es un servicio de inversión que requiera de licencia previa, su prestación está sujeta al cumplimiento de las normas de conducta establecidas en el Título VII de la LMV, artículo 79.1.g. Por ello, durante 2006 se ha revisado con especial profundidad la idoneidad de los reglamentos internos de conducta, así como los procedimientos y controles de las entidades para gestionar los conflictos de interés y la prevención de prácticas denominadas de *dealing ahead*, es decir, prácticas contrarias al deber de abstención para tomar posiciones por cuenta propia en valores o instrumentos financieros sobre los que las entidades están realizando un análisis específico desde que se conocen sus conclusiones hasta que se divulga la recomendación o informe elaborado al respecto.

Como resultado de las revisiones realizadas en 2006 se ha observado alguna entidad con debilidades en los controles al no recoger especificaciones adecuadas en sus reglamentos internos de conducta, ni realizar una labor de seguimiento de la actividad, ni de las personas que la realizan, ni de los valores sujetos al deber de abstención, ni de los periodos durante los cuales se extiende este deber. Resulta necesaria, por tanto, la toma de conciencia por parte del sector financiero de que la mera divulgación de los conflictos de interés no es en sí misma una herramienta de gestión y control.

Por todo ello, y teniendo en cuenta la especial relevancia y repercusión en los mercados financieros del servicio de análisis del que no sólo se nutren los inversores finales sino también las gestoras y otras instituciones financieras de gran dimensión, es preciso realizar un esfuerzo para mejorar los mecanismos organizativos y los procesos de control que garanticen la imparcialidad y objetividad en la prestación del servicio de análisis financiero. Preservar la calidad e imparcialidad del análisis financiero que se difunde al mercado también es uno de los principales objetivos de las normas sobre la adecuada gestión de conflictos de interés impuestos por la MiFID, así como de otras normas comunitarias sobre la prevención del abuso de mercado.

11.1.6 Control interno: riesgo operativo, planes de contingencia y continuidad en la prestación de los servicios

En los últimos años tanto las entidades como los supervisores vienen prestando cada vez mayor atención al riesgo operacional. Aunque las entidades siempre han contado con controles internos y sistemas de cobertura para minimizar las pérdidas ocasionadas por hechos como fraudes, estafas, deslealtades de empleados, operaciones fallidas, etc., son muchas las entidades que empiezan a considerar el riesgo operacional en su conjunto como una categoría de riesgo independiente.

Por ello, los programas de trabajo de las inspecciones que se practican a las entidades contemplan una revisión de los planes de contingencia, continuidad y recuperación. Con carácter general, se puede decir que, en la actualidad, son muchas las entidades que todavía están desarrollando procesos para la gestión de sus riesgos operativos, aunque, en la mayor parte de los casos, los planes de contingencia y continuidad son de desarrollo incipiente y todavía parcial.

Por lo tanto, se considera necesario promover activamente el continuo desarrollo interno de estos controles mediante su seguimiento y evaluación de los últimos avances por parte de las entidades y de sus planes de desarrollo. Para ello, la CNMV incluyó una referencia expresa a la necesidad de contar con una adecuada gestión de la continuidad del negocio como parte del proceso de adaptación a la MiFID en la carta que se remitió a todas las entidades el pasado mes de julio.

Puede afirmarse que en la actualidad las entidades han tomado conciencia de la importancia de este tema. Lo siguiente es poner en marcha las medidas para estar en condiciones de afrontar situaciones de crisis y no sólo de cumplir la normativa.

En el contexto de la MiFID, la continuidad del negocio es contemplada desde la perspectiva de la protección de los inversores, clientes actuales y potenciales de las entidades financieras.

Dado que la continuidad del negocio se ha convertido en un elemento especialmente destacado dentro de la gestión global de los riesgos operativos, no sólo se están adoptando iniciativas normativas, como la MiFID, o como las exigencias que en materia de gestión de riesgo operacional derivan de la segunda Directiva de Adecuación de Capital basada en los acuerdos de Basilea II.

Las recomendaciones y principios de alto nivel adoptados por el Joint Forum van dirigidas tanto a entidades como a los propios supervisores financieros, que también deben gestionar sus propios riesgos operativos y disponer de planes de continuidad de sus actividades.

En relación con los cambios que las entidades deberán incorporar sobre la continuidad del negocio, se deben aprobar planes de continuidad y contingencia que garanticen, en caso de interrupción de sus sistemas y procedimientos, la preservación de datos y funciones esenciales y el mantenimiento de servicios y actividades o su oportuna recuperación. Para ello, las entidades deben empezar identificando qué funciones deben ser consideradas como críticas o esenciales y, por tanto, los determinantes del tratamiento en los planes para la gestión de contingencias y de recuperación y continuidad.

Por otro lado, la MiFID aborda la posibilidad de externalización de determinados procesos en el seno de empresas de servicios de inversión, tanto los propios servi-

cios y actividades de inversión como los auxiliares y, en definitiva, cualquier otro proceso necesario para la consecución de sus fines. No obstante, también se reconoce que la subcontratación de funciones y servicios puede convertirse en una fuente de riesgo operativo con graves implicaciones por contingencias en el proveedor que dificulten la recuperación y continuidad de la prestación de los servicios.

En este sentido, la actividad supervisora desarrollada en el ejercicio 2006, cuando todavía no era aplicable dicha directiva, ha permitido identificar determinadas entidades financieras de la UE que prestan en España servicios de inversión a través de un régimen de externalización que implica que la práctica totalidad de las tareas necesarias para el desarrollo de su actividad se hallan subcontratadas.

A la espera de conocer si el nivel 3 de la MiFID desarrollará orientaciones sobre la externalización, la CNMV viene considerando que, como mínimo, las entidades en que se subcontraten servicios deberán contar con capacidad legal suficiente para desarrollarlos. Este criterio resulta especialmente relevante en los casos de externalización de servicios de inversión, que sólo cabría subcontratar en entidades legalmente habilitadas para realizarlos.

11.2 Supervisión de las normas de conducta en la prestación de servicios de inversión por parte de las entidades de crédito

La CNMV cuenta con una unidad específica para la supervisión del cumplimiento de las normas de conducta en los mercados de valores por parte de las entidades de crédito. Dicha unidad ha venido desarrollando un plan orientado principalmente a la supervisión de la comercialización de valores e instrumentos financieros entre el público minorista. Ya se han iniciado revisiones respecto al cumplimiento de las normas de conducta en otras áreas de actividad desarrolladas por las entidades de crédito en el ámbito de los mercados de valores, pero su objetivo a medio y largo plazo es la implementación de un sistema de supervisión integral de la prestación de servicios de inversión por parte de este tipo de entidades.

Aunque no de una manera sistemática, durante este ejercicio también se han iniciado actuaciones que engloban tanto investigaciones concretas basadas en información recibida desde otros departamentos (reclamaciones, denuncias, etc.), como la transmisión de pautas de actuación genérica a todas las entidades del sector.

11.2.1 Comercialización de productos financieros por entidades de crédito

Las entidades de crédito desempeñan en España un papel preponderante en la comercialización entre el público minorista de productos financieros, productos que en los últimos años han venido experimentando un incremento en su complejidad. En este contexto cobran una especial relevancia las prácticas comerciales seguidas en la comercialización de productos, que deben asegurar una adecuada transmisión de las características y riesgos inherentes a los mismos al público inversor.

Las actuaciones supervisoras en este campo se centraron en una revisión en profundidad de las prácticas comercializadoras de las entidades de crédito, abarcando entre otros aspectos relevantes el análisis de la documentación contractual y periódica entregada a los clientes, los procedimientos de segmentación de la clientela sobre la base de su perfil de riesgo, la clasificación de productos y la determinación del público objetivo de los mismos conforme a su complejidad y riesgos inherentes,

la adecuación del producto al perfil del cliente, las tarifas aplicadas, la información comercial facilitada al cliente, la adecuada transmisión de información a las redes de distribución referidas a nuevos productos emitidos y las acciones formativas desarrolladas en este terreno.

En este ámbito, y pese al escaso tiempo transcurrido desde el inicio de este tipo de revisiones, la CNMV ha constatado los importantes esfuerzos que las entidades están desarrollando en la revisión de sus prácticas comerciales encaminadas a facilitar una mejor y más completa información a sus clientes. No obstante, un diagnóstico preliminar de la situación general del sector aconseja que las entidades se esfuercen en implementar procedimientos para conocer el perfil de riesgo de sus clientes minoristas, aprobar procedimientos para catalogar los productos comercializados en función del riesgo e implementar procedimientos para la adecuación del público objetivo al que los productos deben dirigirse para asegurar que el nivel de riesgo del producto se ajusta al perfil de riesgo del cliente.

Los aspectos sujetos a revisión cobran una especial relevancia si se toma en consideración la próxima transposición al ordenamiento jurídico español de los requisitos en el ámbito de las normas de conducta que supondrá la MiFID y su normativa de desarrollo.

Esta nueva normativa pretende incrementar el grado de protección que las normas de conducta garantizan a los inversores minoristas en aspectos tales como el establecimiento de una clasificación normativa de los clientes, el establecimiento de nuevos requisitos de información tanto generales como específicos para los productos comercializados o el establecimiento de requisitos específicos a las entidades respecto al conocimiento de sus clientes mediante el desarrollo de tests. En este sentido, la CNMV ha comunicado a las entidades de crédito la necesidad del establecimiento de planes de adaptación en previsión de los cambios que será necesario acometer para dar respuesta a estas nuevas exigencias normativas.

En relación a la estructura de las redes de distribución establecidas por las entidades de crédito, merece especial atención la relevancia que está adquiriendo la figura del colaborador o presentador, ya que una parte de su actuación alcanza el ámbito de los mercados de valores. Los colaboradores o presentadores son generalmente personas físicas que, sin figurar en los registros oficiales de ningún supervisor (como sería el caso de los agentes), captan clientes para la entidad. La postura tradicional de la CNMV respecto a dicha figura, también existente en el sector de las empresas de servicios de inversión, ha sido la de considerar que su actuación se ajusta realmente a la figura regulada del agente y, en consecuencia, se ha exigido la identificación de dichos colaboradores en los registros administrativos pertinentes. A este respecto la CNMV y el Banco de España están trabajando de forma coordinada.

11.2.2 Conflictos de interés en la comercialización de valores emitidos por la propia entidad

La experiencia en este terreno indica que la emisión de valores por entidades financieras que, a su vez, actúan como comercializadores de los mismos entre su clientela minorista puede dar lugar a conflictos de interés, particularmente en productos complejos como es el caso de participaciones preferentes, *warrants* o deuda subordinada.

En este ámbito se realizaron actuaciones centradas en la revisión específica de la comercialización de productos de estas características que motivara reclamaciones o

consultas de clientes ante la CNMV. El análisis no sólo se enfocó a las prácticas generales de comercialización seguidas por la entidad sino, específicamente, a la determinación del nivel de riesgo del producto, la identificación del público objetivo al que se dirigió dicho producto y la adecuación final entre la complejidad y riesgos del producto y los objetivos de inversión del público al que finalmente se colocó el mismo.

Adicionalmente se han desarrollado otro tipo de actuaciones centradas en la remisión de pautas de actuación genérica a grandes colectivos de entidades ante operaciones específicas registradas en los mercados de valores o relativas a enfocar aspectos concretos de aplicación de las normas de conducta en el ámbito del mercado de valores.

Respecto al primer tipo de actuaciones, en relación a la suspensión de la OPA formulada por Gas Natural sobre Endesa, circunstancia extraordinaria hasta ahora sin precedentes, se remitió a los depositarios de dichas acciones pautas de actuación en la tramitación de las solicitudes de los inversores, a fin de proteger sus intereses y evitar una inmovilización potencialmente prolongada de sus acciones.

En cuanto al segundo tipo de actuaciones, se transmitieron pautas de actuación en la asignación y desglose de órdenes globales o sin identificación del titular.

11.3 Supervisión de las instituciones de inversión colectiva

En el ámbito de las IIC podrían destacarse como principales objetivos de la supervisión, con independencia de que tales objetivos se supervisen a distancia o *in situ*, los siguientes:

1. Verificación del cumplimiento de la normativa de carácter prudencial (coeficientes legales e inversión en activos aptos). La normativa de IIC limita en algunos ámbitos la discrecionalidad de los gestores estableciendo requisitos mínimos de diversificación de las carteras, limitando la tipología de activos en los que pueden invertir o incluyendo otro tipo de limitaciones operativas. La verificación del respeto a tales restricciones supone uno de los objetivos básicos de la supervisión realizada sobre estas instituciones.
2. Conflictos de interés. El esquema de IIC implantado en el mercado español, en el que en la gran mayoría de los casos la entidad gestora y la depositaria de los fondos pertenecen al mismo grupo económico, implica que surjan multitud de situaciones de conflictos de interés potenciales en las que debe asegurarse que las decisiones de las entidades gestoras de las IIC persiguen exclusivamente el interés de sus socios o partícipes. La normativa contempla un conjunto de normas (régimen de operaciones con partes vinculadas, separación gestora-depositario u otras entidades del grupo, normas de conducta) tendentes a garantizar una adecuada protección de los intereses de los inversores en IIC, cuyo adecuado cumplimiento constituye uno de los objetivos claves de la actividad supervisora en este ámbito.
3. Verificación de la suficiencia de medios y controles internos disponibles por las entidades. En el origen de gran parte de las situaciones de riesgo potencial identificadas en las labores de supervisión de IIC está la falta de medios técnicos y humanos suficientes para el correcto desempeño de las funciones y obligaciones atribuidas por la normativa. Por ello, la disponibilidad de tales medios constituye un requisito para la permanencia en los registros correspondientes, tanto

para las entidades gestoras de IIC como para sus depositarios o sociedades de inversión autogestionadas.

4. Adecuada información al inversor. Cada vez está más generalizada en la normativa de IIC la posibilidad de realizar determinadas operaciones siempre que se demuestre que se ha proporcionado una adecuada información al inversor (utilización de productos derivados, mercados en los que invertir, inversión en activos no aptos, duplicidad de comisiones en los fondos de fondos...). Por ello, la supervisión de que la información facilitada al inversor en relación con tales áreas sea correcta, suficiente y entregada a tiempo, adquiere gran importancia para garantizar su efectiva protección (junto con actuaciones tendentes a educar al inversor de manera que pueda comprender y asumir dicha información).
5. Verificación de la adecuada actuación de las entidades depositarias. Una pieza clave en la seguridad jurídica de las IIC es la figura del depositario. La normativa española atribuye a éste no sólo la función típica de la custodia de activos, sino también la supervisión de que la actuación de la SGIIC se ajusta a lo permitido legalmente en determinadas áreas especialmente sensibles (cálculo del valor liquidativo, flujos de fondos asociados a operaciones de suscripción y reembolso, realización de operaciones a precios de mercado, cumplimiento de coeficientes y exactitud de la información facilitada a la CNMV).

La CNMV tiene establecidos dos enfoques de supervisión complementarios (a distancia e *in situ*) tendentes a verificar el adecuado cumplimiento de dichos objetivos. En 2006, como resultado de las actuaciones de supervisión realizadas, se enviaron 1.441 escritos a las entidades supervisadas.

Del total de escritos, 643 correspondían a requerimientos por información presentada fuera de plazo. Considerando el número de entidades inscritas y el número y frecuencia de las obligaciones de información que cada una de ellas tiene frente a la CNMV, que incluye informes periódicos, auditorías, estados reservados, informes sobre el grado de cumplimiento de las normas de control interno y, por primera vez a partir del ejercicio pasado, informe sobre el cumplimiento de las normas de separación entre gestora y depositario en los casos en que ambas entidades pertenecen al mismo grupo económico, se puede afirmar que el grado de cumplimiento en los plazos establecido es elevado.

Por su parte, se enviaron 541 escritos solicitando información necesaria para la supervisión (distinta de la disponible con carácter general) a las entidades sujetas y 227 solicitando a las entidades la adopción de mejoras. El mayor número de ellos corresponde a los análisis realizados desde la CNMV, lo que viene explicado por la orientación de dichos análisis (se estudia un único aspecto para múltiples entidades) y por el

Supervisión de las IIC: requerimientos emitidos por la CNMV en 2006			CUADRO 11.4
	Distancia	<i>in situ</i>	Total
Por información fuera de plazo	643		643
Solicitud de información	422	119	541
Medidas correctoras o recomendaciones	145	82	227
Otras comunicaciones	10	20	30
TOTAL	1.220	221	1.441

Fuente: CNMV.

hecho de realizarse fuera de la sede social de la entidad (que obliga a solicitar más información de forma escrita que para los análisis realizados en la propia entidad).

Las IIC de inversión libre

El Reglamento de IIC introdujo como una de sus novedades más significativas las IIC de inversión libre¹³. A estas instituciones, que requieren una inversión mínima de 50.000 euros y cuya comercialización sólo puede realizarse a inversores cualificados, se las eximió del cumplimiento de gran parte de las normas exigibles a las IIC ordinarias atendiendo a las características de su inversor objetivo. En definitiva, se trataba de incorporar al ordenamiento jurídico español la figura conocida internacionalmente como *hedge fund* o fondo de gestión alternativa, vehículo caracterizado por su amplia libertad inversora.

Al mismo tiempo, para facilitar el acceso del inversor minorista a esta figura, el Reglamento de IIC introdujo simultáneamente la figura de las IIC de inversión libre (los fondos de *hedge funds*), en los que se busca conseguir una adecuada diversificación del riesgo mediante la inversión en varios fondos. De esta manera el producto resultaría más apto para inversores que precisan un mayor nivel de protección.

Las características más relevantes de las IIC de inversión libre son la posibilidad de invertir en cualquier activo e instrumento financiero y en cualquier derivado con independencia de la naturaleza de su subyacente, el poder apalancarse en efectivo hasta cinco veces su patrimonio y la no aplicación de los límites máximos de comisiones.

Asimismo, las suscripciones y reembolsos se realizarán con la misma periodicidad que el cálculo del valor liquidativo, al menos trimestral. No obstante, dicho cálculo puede ser semestral y podrá no otorgar derecho de reembolso en todas las fechas de cálculo del valor liquidativo. Por otro lado, podrán establecer un límite máximo del importe a reembolsar en cada fecha y un régimen de preavisos de suscripciones y reembolsos más flexible que el régimen general.

Las IIC de inversión libre, que se caracterizarán por invertir al menos un 60% de su patrimonio en *hedge funds*, con un máximo del 10% en cada uno, también están exentas de los límites máximos de comisiones y sujetas a un régimen de suscripciones y reembolsos similar al de los *hedge funds* con algunas diferencias. El Reglamento les prohíbe invertir en otras IIC de inversión libre.

La novedad de la regulación en el ordenamiento jurídico español de estas figuras, y la necesidad de que la CNMV desarrollase mediante circular los aspectos más técnicos de las IICIL e IIC de IICIL, aconsejó la creación en el seno de la CNMV de un grupo de trabajo sobre el sector de los *hedge fund* con el objeto de recabar respuestas ante los desafíos de desarrollo de la nueva industria. En este sentido, dicho grupo de trabajo actuó como foro en el que distintos actores intervinientes en el sector aportaron sus correspondientes puntos de vista.

13. En marzo de 2007 se emitió el Real Decreto 362/2007 por el que se modifica el Reglamento de IIC, fundamentalmente en lo que afecta a las IIC de inversión libre y a las IIC de IIC de inversión libre.

Finalmente, tras la aprobación de la Orden EHA/1199/2006, de 25 de abril, destinada a dar desarrollo y plenitud al régimen jurídico de las nuevas figuras de IIC de inversión libre, se aprobó la Circular 1/2006, de 3 de mayo, de la CNMV, con el objeto de completar el régimen normativo. Entre otros aspectos, la Circular regula en detalle los medios organizativos y de control de riesgos de las sociedades gestoras, las relaciones con las entidades que proporcionan financiación y otros servicios a los *hedge funds* (conocidas como *prime brokers*), la selección de fondos subyacentes en las IIC de IICIL y las obligaciones de transparencia respecto a los inversores de IICIL e IIC de IICIL.

Por último, conviene mencionar que desde la CNMV, en colaboración con otras entidades, se están analizando los riesgos sistémicos que entrañan los *hedge funds* en relación a la prevención de riesgos para la estabilidad del sistema financiero. Dada la inexistente experiencia en España sobre la operativa de estas IIC, no se dispone aún de información cuantitativa sobre la magnitud de estos riesgos.

En cualquier caso, en la CNMV se continúa colaborando en el estudio de medidas de prevención del riesgo sistémico basadas, en primera instancia, en la necesidad de armonizar el tratamiento regulatorio y supervisor de la figura de *hedge funds* en los distintos países. Sobre este principio de armonización deberían sustentarse las siguientes medidas preventivas: fomento de la mejora de la gestión del riesgo en las entidades financieras, promoción de la transparencia en el sector respecto a los inversores y respecto a los reguladores, cooperación internacional entre supervisores y, por último, transparencia y adecuadas garantías en la comercialización del producto¹⁴.

11.3.1 Supervisión de requisitos prudenciales de las IIC y sus gestoras

Control de la legalidad

Como cada año, uno de los objetivos básicos de las labores de supervisión realizadas en el ámbito de las IIC lo constituye la verificación del cumplimiento de los coeficientes legales, alguno de los cuales ha sido modificado con la publicación del nuevo Reglamento de IIC¹⁵.

En este sentido, y al igual que en ejercicios anteriores, se ha prestado especial atención al cumplimiento de los requisitos de patrimonio y partícipes en fondos de inversión y de capital y accionistas en el ámbito de las SICAV, incluyendo en este análisis la verificación de los límites de autocartera. Paralelamente, se ha revisado el cumplimiento del coeficiente de liquidez, a través del cual se garantiza la disponibilidad de saldos líquidos suficientes para atender los reembolsos de forma que no sea necesario efectuar desinversiones no justificadas por criterios de gestión, así como el cumplimiento de los coeficientes de diversificación y de los límites legales previstos a la operativa con productos derivados.

14. Véase capítulo 6, apartado 6.1.2 sobre los riesgos de las IIC de inversión libre.

15. Real Decreto 1309/2005 por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.

Al mismo tiempo, y a través de la revisión de las comunicaciones de incidencias que periódicamente envían las entidades depositarias, se ha realizado un seguimiento del cumplimiento de las obligaciones de supervisión y vigilancia de las actuaciones de las sociedades gestoras de IIC atribuidas a los depositarios en la normativa.

Dentro de las revisiones periódicas que realiza la CNMV con el objetivo de constatar el cumplimiento de las obligaciones establecidas para las IIC, se presta especial atención a la obligación de envío de los informes de auditoría y cuentas anuales a la CNMV por resultar esenciales para el desarrollo de las funciones de supervisión encomendadas. En determinadas SICAV se ha constatado el incumplimiento de la obligación de auditar las cuentas anuales.

En este sentido, la normativa en vigor establece una serie de supuestos en los que la CNMV puede instar la revocación de la autorización concedida a una IIC, entre los que se encuentra la existencia de dificultades para obtener la información necesaria para el adecuado desarrollo de las funciones de supervisión.

Por otro lado, en la regulación relativa a las SICAV se establece el plazo de un año para la reconstitución del capital en el caso de que dicho capital se situara por debajo del mínimo establecido reglamentariamente. Transcurrido el plazo sin que se produzca la reconstitución del capital, se cancelará la inscripción en los registros administrativos.

En este contexto, la CNMV realizó análisis específicos con el objetivo de identificar las sociedades que pudieran encontrarse en este supuesto y, como consecuencia de ello, tramitó tres expedientes de revocación de la autorización concedida.

Solvencia de las SGIIC

Se ha continuado realizando un seguimiento de la situación económico-financiera de las entidades con el fin de anticipar posibles problemas de solvencia. Para efectuar dicho análisis se consideran diversos parámetros que incluyen el defecto o escaso superávit de recursos propios o escaso porcentaje de patrimonio contable sobre capital social, el análisis de la cuenta de pérdidas y ganancias (importe de las pérdidas y origen de las mismas y la obtención de beneficios por actividades distintas a la habitual de la SGIIC), tiempo que la SGIIC tardaría en presentar defecto de recursos propios o desequilibrio patrimonial por presentar pérdidas o importantes incrementos de recursos propios exigibles y análisis de la reducción de actividad por descenso del patrimonio gestionado.

Adicionalmente, se realizan análisis sobre el cumplimiento de los coeficientes legales y la suficiencia de medios organizativos para realizar sus funciones.

11.3.2 Conflictos de interés

Durante este ejercicio, se han efectuado varios análisis sobre colocaciones de títulos en los que ha intervenido alguna sociedad perteneciente al grupo de la entidad gestora como asegurador o colocador con el fin de detectar posibles conflictos de interés.

Adicionalmente, se han efectuado varios análisis de las inversiones que las IIC mantenían en valores objeto de opa, en los que entidades del grupo mantenían posiciones relevantes y la evolución posterior de estos valores en sus carteras. No se ha podido concluir en ninguno de los casos un incumplimiento normativo.

Respecto a las normas de separación entre gestora y depositario, desde la entrada en vigor del nuevo Reglamento de IIC, las entidades gestoras cuyas IIC gestionadas tengan como entidad depositaria una sociedad perteneciente a su mismo grupo deben disponer de un procedimiento específico que permita evitar conflictos de interés. Asimismo, se debe crear una comisión independiente encargada del cumplimiento de estas medidas y de elaborar un informe anual sobre su cumplimiento. Este informe ha sido objeto de supervisión, por primera vez este año, con el fin de detectar incidencias que pudieran resultar relevantes para el desarrollo de la labor de la CNMV.

Otro aspecto importante relativo a conflictos de interés de las SGIIC que ha sido objeto de análisis en 2006 ha sido la inversión que las IIC realizan en otras IIC gestionadas por la misma gestora. Se ha analizado si la inversión se realiza en las IIC con menores gastos de gestión y depósito de entre las que sean accesibles a la IIC inversora por volumen de la inversión, de acuerdo con las exigencias de los folletos explicativos, en los casos en los que existen diversas IIC con idénticas políticas de inversión que, en la práctica diaria, impliquen idénticas decisiones de inversión.

De forma análoga, y teniendo en cuenta la gama de productos a los que un cliente tiene acceso por el volumen de su inversión, se ha verificado si los comercializadores ofrecen los fondos con mejores condiciones económicas. En caso contrario, y en situaciones en las que existan productos con idéntica política de inversión diferenciados exclusivamente por el nivel de gastos, se podrían estar anteponiendo los intereses de la SGIIC o del comercializador (en el mercado español, habitualmente pertenecientes al mismo grupo financiero) a los del propio cliente, con el objeto de realizar operaciones que aumentan las comisiones percibidas por aquéllos.

Inversión de las IIC en otras IIC: retrocesiones de comisiones

El artículo 5 del Reglamento de IIC establece que la totalidad de los ingresos o rendimientos asociados u obtenidos por un fondo de inversión deben imputarse a él como inversión del patrimonio separado que constituye. Del mismo modo, deben detrarse del fondo las comisiones y gastos que se le pueden imputar, los cuales se encuentran tasados en la normativa mencionada. En concreto, se limitan a la comisión de gestión y depósito (sujetas a límites máximos excepto en el caso de las IIC de inversión libre o de las IIC de inversión libre) y a otros gastos previstos en el folleto informativo, siempre que respondan a servicios efectivamente prestados al fondo que resulten imprescindibles para el normal desenvolvimiento de su actividad.

De este modo, se puede concluir que resultan contrarias a la normativa vigente aquellas prácticas mediante las cuales una entidad del grupo de la sociedad gestora del fondo es beneficiaria de las retrocesiones de comisiones generadas por las inversiones de los fondos gestionados en otras IIC. En definitiva, la práctica descrita implica imputar un gasto en la forma de sobre coste al fondo, o bien privarle de un ingreso, lo que resulta contrario a la normativa vigente.

Por otra parte, esta obligación de imputar la retrocesión de comisiones por inversión en otras IIC a los fondos inversores está en línea con las tendencias normativas de los países del entorno europeo.

Asimismo, bajo la óptica de la normativa expuesta y de la obligación de las gestoras establecida en el artículo 46.2 de la Ley 35/2003 de IIC de actuar en beneficio de los partícipes o accionistas de las IIC cuyos activos gestionen, no resulta admisible la práctica de invertir en clases de participaciones caras de mayor comisión de gestión cuando por los volúmenes invertidos se podría acceder a clases más baratas o institucionales de menor comisión de gestión, excepto si la comisión neta soportada por el fondo inversor, considerando las retrocesiones que perciba, iguale o mejore la que hubiera soportado de invertir directamente en las correspondientes series baratas.

La CNMV envió una comunicación a las entidades gestoras recordando la normativa de aplicación en este ámbito. Además, se verificó durante el año 2006 el adecuado cumplimiento de estos preceptos pudiéndose afirmar que, en la actualidad, tras las correspondientes actuaciones supervisoras, en la totalidad del sector de inversión colectiva, las retrocesiones se están imputando a los fondos inversores en las IIC que han generado estas retrocesiones. En relación a la inversión en series baratas/caras, también se verifica por parte de las IIC españolas la inversión en series baratas siempre y cuando el acceso a las mismas sea factible por volúmenes o la retrocesión de comisiones, caso de existir, no compense el diferencial de comisiones entre series.

Finalmente, y en relación a las SICAV, debe destacarse que en ellas, a diferencia de los fondos, los gastos no están tasados y las comisiones son libres, por lo que la cuestión debe enfocarse desde el punto de vista de la transparencia. Para ello se ha requerido que se informe a los consejos de administración y juntas generales de accionistas de las SICAV cuando las retrocesiones de comisiones son percibidas por una entidad del grupo de la gestora de la SICAV en lugar de por ésta. Las actuaciones supervisoras de la CNMV también han verificado el satisfactorio cumplimiento de estas obligaciones.

11.3.3 Gobierno corporativo, medios, procedimientos y control interno

El objeto fundamental de las revisiones en este ámbito es verificar si la estructura organizativa de la gestora analizada, tanto internamente como por su relación con terceras entidades, básicamente del grupo, es capaz de prevenir los numerosos conflictos de interés potenciales que pueden surgir, con el fin de asegurar que las decisiones que las SGIIC toman persiguen exclusivamente el interés de sus socios o partícipes.

De forma específica, las revisiones de la estructura organizativa se centran en los siguientes análisis:

1. Verificación de que, en el caso de entidades o grupos de entidades que presten servicios relacionados con el mercado de valores, existen medidas que impidan que el flujo de información privilegiada entre distintas áreas de actividad, en particular, se han definido adecuadas barreras de separación entre las áreas que la LMV define como áreas separadas.
2. Cumplimiento de las normas de separación entre gestora y depositario, especialmente cuando ambas sociedades pertenecen al mismo grupo financiero.

3. Segregación de funciones en el seno de la SGIIC, de forma que exista separación entre las funciones de gestión, administración y control.
4. Independencia de las diversas unidades u órganos de control y, en particular, de la unidad de control que tiene por función la revisión permanente de los procedimientos y sistemas de control interno, del órgano de seguimiento de las operaciones vinculadas que se encarga de confirmar que se cumplen los requisitos exigibles para la realización de operaciones vinculadas (a saber, que éstas se realizan en interés exclusivo de las IIC y a precios o en condiciones iguales o mejores que los de mercado) y del órgano constituido para verificar el cumplimiento de los requisitos de separación del depositario.

Como parte fundamental de las inspecciones *in situ* que se llevan a cabo en las SGIIC, se analiza si estas entidades cuentan con procedimientos para el adecuado control interno de las actividades que realizan, así como con mecanismos de acceso y salvaguarda de sus medios informáticos.

Durante el ejercicio 2006 diversas entidades han modificado sus estatutos sociales o sus declaraciones de actividades con el fin de dar cabida a la gestión discrecional e individualizada de carteras de terceros y a la comercialización tanto de acciones o participaciones por ellas gestionadas como, en su caso, de otras IIC. Lógicamente, en las revisiones realizadas se ha analizado si los medios existentes son suficientes para desarrollar y controlar adecuadamente estas actividades.

Asimismo, se ha revisado la situación de aquellas SGIIC que han delegado alguna de sus funciones en relación con las IIC cuya gestión tiene encomendadas, para comprobar que esta delegación no suponga que la gestora se convierta en una entidad instrumental o vacía de contenido y que, en todo caso, cuenta con procedimientos adecuados de control de la actividad de la entidad en la que se efectúa la delegación.

Los procedimientos de asignación de resultados se siguen analizando, como en años anteriores, en las supervisiones *in situ* realizadas por la CNMV. Concretamente, se ha analizado si las SGIIC cuentan con procedimientos para evitar los posibles conflictos de interés que surgen cuando, acogiéndose a la práctica de algunos mercados, una sociedad gestora que administra varias IIC transmite al mercado una orden global o que no identifica la IIC concreta por cuya cuenta se cursa.

Con el objetivo de reforzar en el sector la necesidad de contar con este tipo de procedimientos, se remitió a todas las SGIIC un escrito recordando las reglas que los citados procedimientos debían cumplir¹⁶, recordando asimismo que el Reglamento de IIC ha ratificado la vigencia de tales reglas, exigiendo expresamente que las enti-

16. Las reglas son las siguientes:

La decisión de inversión a favor de una determinada IIC se ha de adoptar con carácter previo a la transmisión de la orden al intermediario y, en consecuencia, antes de que se conozca el resultado de la operación.

Las gestoras de IIC han de disponer de criterios preestablecidos de distribución o desglose de órdenes globales que se basen en los principios de equidad y no discriminación.

El cumplimiento de los requisitos anteriores debe quedar acreditado documentalmente, de manera objetiva, verificable y no manipulable.

Las pautas de actuación descritas deben formar parte de los procedimientos de control interno aprobados por el consejo de administración de la gestora y, en consecuencia, su cumplimiento ha de ser objeto de revisión por el órgano responsable del control interno.

dades incluyan en sus reglamentos internos de conducta “*procedimientos de control interno que acrediten que las decisiones de inversión a favor de una determinada IIC, o cliente, se adoptan con carácter previo a la transmisión de la orden al intermediario*”. Además, “*deben disponer de criterios, objetivos y preestablecidos, para la distribución o desglose de las operaciones que afecten a varias IIC, o clientes, que garanticen la equidad y no discriminación entre ellos*”¹⁷.

En relación al análisis de rentabilidades, el procedimiento seguido para la detección de rentabilidades atípicas consiste en la construcción de un índice de referencia diario para cada IIC, a partir del cual se obtendría una rentabilidad teórica de cada institución. Mediante el análisis de las diferencias que superan un determinado número de desviaciones típicas se seleccionan los valores liquidativos a analizar.

La asignación de un índice de referencia se realiza sobre la base de la distribución del patrimonio y duración modificada de la cartera de contado de cada IIC, datos obtenidos de los estados reservados. Mediante técnicas de regresión entre el índice seleccionado y la rentabilidad real del fondo se obtienen las rentabilidades teóricas diarias para cada institución.

El objetivo de este análisis continúa siendo la detección de deficiencias en los procedimientos y controles internos de las entidades gestoras. Un determinado procedimiento o control es calificado de deficiente cuando se detectan reiteradas rentabilidades atípicas motivadas por el mismo error: contable, de valoración de un determinado tipo de activo o imputación incorrecta de gastos. No obstante, hay que tener en cuenta que una institución puede haber obtenido una rentabilidad calificada como atípica explicada por la composición de su cartera o por las operaciones realizadas ese día, o bien deberse a un error concreto en la contabilización o valoración de un activo. En este último caso se cuantifica el impacto sobre el patrimonio y, en el caso de ser significativo o haber afectado a partícipes, se solicitan a la gestora las medidas que piensa adoptar para solucionarlo.

Este análisis también ha permitido detectar incumplimientos normativos, ya que una rentabilidad atípica puede deberse a la inversión en activos no aptos o a incumplimientos de la política de inversión de la institución.

En cuanto a la valoración de activos, la normativa de IIC establece que las inversiones en activos de renta fija en las que no exista un precio de mercado representativo de la evolución de los tipos de interés, del riesgo crediticio del emisor, etc., deberán ser valoradas a través de un precio teórico calculado por la entidad.

La obtención de un precio de valoración alternativo entraña cada vez mayores dificultades como consecuencia de la complejidad en las características de las emisiones de renta fija que actualmente existen en el mercado: bonos convertibles, titulizaciones, estructurados sobre tipos de interés (con opciones de amortización anticipada, con cupones variables en función del *rating* del emisor, que incorporan *caps* y *floors*, etc.), participaciones preferentes, estructuradas sobre renta variable, etc. Por todo ello, se ha efectuado un análisis de valoración enfocado a obtener información sobre los procedimientos de valoración con los que cuentan las distintas entidades gestoras.

Así, durante el ejercicio, se solicitó información a las gestoras con mayor volumen de patrimonio gestionado sobre los procedimientos con los que contaban para la

17. Artículo 98.2 del Reglamento por el que se desarrolla la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC.

valoración alternativa de este tipo de inversiones, abarcando la muestra más del 85% de los valores de renta fija en cartera de las IIC.

Se ha realizado un análisis específico para comprobar que las aplicaciones realizadas entre IIC se han llevado a cabo cumpliendo con el régimen de operaciones vinculadas recogido en el artículo 67 de la Ley 35/2003, no detectándose decisiones tomadas en beneficio de unos fondos frente a otros. Tampoco se ha detectado perjuicio alguno para el inversor, ni situaciones de conflictos de interés a favor de terceras entidades vinculadas con la gestora, de tal forma que se puede concluir que el motivo de su realización corresponde a decisiones de gestión adecuadas al perfil de riesgo y a la política de inversión de la IIC.

Como se ha indicado anteriormente, esta operativa tiene la consideración de vinculada según lo establecido en el artículo 67 de la Ley de IIC, lo que implica que la gestora debería haber definido un procedimiento interno formal, recogido en su reglamento interno de conducta, para cerciorarse de que las aplicaciones se realizan en interés exclusivo de las IIC y a precios o en condiciones iguales o mejores que los de mercado.

En dicho análisis, se detectó que la práctica totalidad de las entidades gestoras consideran las aplicaciones entre IIC como operación vinculada. Sin embargo, los procedimientos que tienen establecidos para su aprobación son los establecidos para operaciones repetitivas o recurrentes. Como consecuencia de ello se ha instado a las entidades gestoras a que incluyan este tipo de operaciones dentro de los procedimientos de carácter no repetitivo y a que definan procedimientos que permitan acreditar adecuadamente que estas operaciones se realizan en interés de ambas IIC.

Dada su propia naturaleza, la política de inversión es uno de los elementos más destacados del funcionamiento de las IIC y, de acuerdo con lo establecido en el artículo 22, letra m) del RIIC, deberá constar en el folleto informativo de las instituciones. En este sentido, se ha realizado un análisis que pretende abordar la revisión de tres cuestiones concretas relativas a la política de inversión como son la operativa de *trading*, la inversión en valores de escasa capitalización y la inversión en valores de renta fija con baja calificación crediticia, con el objetivo de comprobar la adecuada información a los inversores a través de la descripción de la operativa realizada y los riesgos implicados en el apartado correspondiente del folleto.

En relación con la operativa de *trading*, el análisis ha consistido en la revisión de las compra-ventas de valores de renta variable a lo largo de un periodo determinado con el objeto de evaluar los casos en que dichas operaciones representan porcentajes importantes sobre el patrimonio de las IIC y, sin embargo, no se ha hecho alusión a la misma en los folletos. La peculiaridad de esta operativa y su eventual incidencia en la volatilidad del valor liquidativo obligan a informar adecuadamente a los inversores en el apartado correspondiente del folleto.

Paralelamente, se han analizado aquellas instituciones con importantes inversiones en valores de escasa capitalización y en activos de baja calificación crediticia con el fin de detectar si han recogido tal posibilidad en sus respectivos folletos. La inversión en valores de escasa capitalización puede, eventualmente, incrementar el riesgo de liquidez en que incurre la institución, mientras que la inversión en activos de baja calificación crediticia podría implicar la asunción de un elevado riesgo de contraparte. Ambas circunstancias exigen una información adecuada en el folleto.

Los resultados del análisis permiten concluir que la información a los inversores, salvo casos concretos, es adecuada.

11.3.4 Información a inversores

La regulación de las IIC prevé el envío a la CNMV de los informes de auditoría y cuentas anuales. Dicha información se completa con las recomendaciones efectuadas por los auditores y el informe sobre el grado de cumplimiento de la memoria de control interno. Todos estos documentos resultan fundamentales para el desarrollo de las funciones de supervisión que la CNMV tiene encomendadas y, por ello, se ha prestado especial atención a la revisión de su forma y contenido, así como al cumplimiento de los plazos de presentación establecidos.

11.3.5 Supervisión de los depositarios de IIC

Durante 2006, al igual que en años precedentes, se ha supervisado la actividad desarrollada por los depositarios de IIC, especialmente la relacionada con su función de vigilancia de la gestión de las SGIIC que la normativa le encomienda, con el objetivo final de potenciar la creación de estructuras organizativas adecuadas e independientes de la gestora.

En 2005 se modificó el enfoque de supervisión a distancia debido al importante incremento de incidencias comunicadas a la CNMV por los depositarios. Junto con este nuevo enfoque orientado básicamente a la revisión de los aspectos cualitativos se ha continuado con la realización de revisiones *in situ* en coordinación con el Banco de España.

Por último, se han realizado, como en años anteriores, sesiones divulgativas sobre la función de los depositarios de IIC, en colaboración con diversas entidades o asociaciones de entidades, además de las diversas reuniones que se han mantenido directamente con representantes de depositarios de IIC para aclarar dudas normativas y fijar criterios en relación con la función que tienen asignada.

También ha sido objeto de análisis especial, en el ámbito de las revisiones *in situ* y en relación con el gobierno corporativo de las SGIIC, la existencia de medidas efectivas de separación que permitan evitar los conflictos de interés cuando gestora y depositario pertenecen al mismo grupo.

11.3.6 Supervisión de las IIC inmobiliarias

Durante 2006 la supervisión periódica de la IIC inmobiliarias se desarrolló en el ámbito de los coeficientes normativos que deben cumplir estas instituciones y la valoración de los inmuebles que forman su cartera.

Las IIC inmobiliarias deben cumplir una serie de coeficientes de inversión que acotan los riesgos derivados de ciertas inversiones (tales como el apalancamiento en compra de opciones de compra, obligaciones de desembolsos futuros por compra de inmuebles vía compromisos o en fase de construcción, concentración en determinados inmuebles, compras a entidades del grupo) o denotan la característica propia de esas instituciones (coeficiente de inversión mínimo en bienes inmuebles). Además de los anteriores, tienen limitadas las obligaciones frente a terceros, el porcentaje de inmuebles que pueden arrendar a socios o partícipes o a un mismo grupo y, en el caso de los FII y en los meses que exista derecho de reembolso, deben cumplir un coeficiente de liquidez del 10% del patrimonio.

El cumplimiento de los coeficientes anteriores ha sido mayoritario. En particular, los FII mantienen elevados porcentajes de liquidez en parte propiciado por la normativa que permite un plazo de dos años para acometer las inversiones derivadas de las nuevas aportaciones. Este plazo se ha ido incrementando, desde los seis meses inicialmente permitidos en el año 97, ampliado a doce posteriormente y a veinticuatro a partir de la entrada en vigor del nuevo Reglamento de IIC. Las mayores entradas de recursos así como la ampliación del plazo para acometer nuevas inversiones han llevado a un mayor posicionamiento de los FII en repos y tesorería, lo cual se refleja en su elevado coeficiente de liquidez a la par del cumplimiento del coeficiente obligatorio de inversión en inmuebles.

En cuanto a la valoración, si bien la supervisión de las sociedades de tasación es una labor encomendada al Banco de España, el cumplimiento de las disposiciones aplicables a la valoración de inmuebles en cartera de IIC inmobiliarias recae en la CNMV (artículo 15 del RD 775/1997). La base de esta supervisión se efectúa a partir de los certificados de tasación de cada valoración realizada que envían a la CNMV. A lo largo de 2006 continuó poniéndose énfasis en el análisis de revalorizaciones atípicas, en la utilización de los métodos de valoración adecuados o en la influencia sobre el valor del inmueble de las posibles advertencias o condicionantes que presentara el tasador. A raíz de la supervisión realizada, se habían detectado posibles mejoras en las normas de valoración de inmuebles, por lo que, teniendo en cuenta el proyecto de modificación de la Orden ECO/805/2003 sobre normas de valoración de bienes inmuebles y determinados derechos para ciertas finalidades financieras, se ha aprovechado para introducir esas mejoras, además de ciertas solicitudes realizadas por el sector.

11.4 Supervisión de entidades de capital-riesgo

Dadas las características de este tipo de entidades y el perfil de sus inversores, la supervisión que se efectúa sobre las mismas se limita a la revisión de sus cuentas anuales y al análisis de los coeficientes legales a través de los estados reservados. Esta última labor supervisora se ve dificultada por la ausencia de desarrollos normativos de rango inferior que regulen la forma de computar dichos coeficientes.

11.5 Supervisión de las sociedades gestoras de fondos de titulización

El sector de titulización de activos en España presenta unas características muy definidas: altas tasas de crecimiento de los activos titulizados desde 1999, reducido número de empresas en el sector con fuerte ritmo de crecimiento de las plantillas y regulación escasa de la actividad. Por otra parte, la administración de fondos de titulización implica riesgos operativos que deben ser adecuadamente gestionados y mitigados mediante sistemas de control interno adecuados y a través de la automatización de las tareas de administración y gestión de los fondos.

Desde que en 2002 se iniciara la actividad supervisora de la actividad de las sociedades gestoras de fondos de titulización (SGFT), se han realizado inspecciones *in situ* a siete de las ocho gestoras inscritas en los registros de la CNMV.

Las revisiones, que han concluido con requerimientos individualizados a cada entidad tras las inspecciones, se han centrado en verificar que las entidades:

- Tienen por objeto exclusivo la constitución, administración y representación legal tanto de los fondos de titulización de activos como de los fondos de tituli-

zación hipotecaria, ejerciendo la representación y defensa de los intereses de los valores emitidos con cargo a los fondos.

- Cumplen con las normas de conducta previstas en la legislación del mercado de valores.
- Cuentan con una buena organización administrativa y contable, así como con procedimientos de control interno adecuados.
- Cuentan con medios suficientes para llevar a cabo su actividad.
- Controlan el cumplimiento de las condiciones generales pactadas en el momento de la constitución de los fondos, en especial, las relacionadas con los derechos de crédito cedidos por las entidades cedentes.

Fruto de las actuaciones supervisoras llevadas a cabo, se ha conseguido una mejora en la dotación de medios, tanto técnicos como humanos, y en la definición de procedimientos en los que se detallan en su integridad todos los procesos, especialmente en el ámbito del control interno.

La potenciación de las estructuras organizativas de las SGFT es un objetivo especialmente relevante, ya que aunque las titulaciones no se venden, por ahora, a inversores minoristas, sino que van principalmente dirigidas al mercado institucional extranjero, el refuerzo del sector en España es clave para mantener el prestigio y la confianza de los inversores institucionales en nuestro mercado. Asimismo, dado que la futura normativa permitirá la titulización sintética, los derechos de cobro futuros y los fondos abiertos, se requiere que las SGFT cuenten con estructuras organizativas adecuadas para gestionar estas nuevas actividades.

11.6 Colaboración en la prevención del blanqueo de capitales

Fruto de la colaboración de la CNMV con el Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales (SEPBLAC) durante el ejercicio 2006, se han remitido a dicho organismo diversas comunicaciones en las que se trasladan los resultados de las conclusiones de las inspecciones llevadas a cabo en aplicación del programa de trabajo contenido en el convenio.

Asimismo, se han realizado algunas comunicaciones mediante las que se ponen en conocimiento del SEPBLAC diversas operaciones sospechosas de estar vinculadas con el blanqueo de capitales.

El convenio de colaboración firmado con SEPBLAC está en fase de revisión con vistas a su adaptación a la nueva normativa sobre prevención de blanqueo.

12 Atención al inversor

La Ley del Mercado de Valores asigna a la CNMV la obligación de velar por la protección del inversor, objetivo al que sirve, de modo general, mediante el ejercicio de sus competencias en materia de supervisión, inspección y difusión de información.

La potenciación del área de inversores constituye una prioridad para la CNMV ante la creciente participación de los inversores minoristas en los mercados y la próxima entrada en vigor de la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID), que supondrá una sustantiva modificación del marco regulador de los servicios de inversión. En este sentido, debe señalarse que la Dirección de Inversores ha dejado de estar incluida dentro de la Dirección General de Mercados, para reflejar su carácter horizontal, y que se está diseñando un plan estratégico de actuaciones en esta área para los próximos años, cuyas principales iniciativas se exponen en el apartado 12.1.

12.1 Potenciación del área de inversores: un nuevo enfoque de la protección al inversor

Como se ha indicado, la CNMV está trabajando en el diseño de un plan estratégico que enmarcará sus actuaciones en materia de protección a los inversores durante los próximos años. En línea con el enfoque que hoy predomina entre los reguladores de los mercados más avanzados, el plan hace especial hincapié en aspectos que resultan esenciales para que los inversores comprendan y evalúen los riesgos a los que se exponen.

El plan contempla mejoras e iniciativas en diversos ámbitos:

- Mejora de la información difundida por la propia CNMV, especialmente explotando al máximo las posibilidades que brinda Internet.
- Transparencia de las entidades financieras, mejorando la calidad de la información tanto comercial como preceptiva (pre-contractual, contractual y post-contractual) que las entidades deben suministrar a sus clientes, actuales o potenciales, así como las condiciones de difusión y entrega.
- Mejora en la calidad de la oferta de productos y servicios de inversión, desde la óptica de los inversores. Para ello está prevista una participación activa en el proceso de adaptación a la MiFID, especialmente en los aspectos que atañen al refuerzo de las normas de conducta que rigen la relación de las entidades con sus clientes. Aspectos clave son el asesoramiento personalizado, la evaluación de la conveniencia e idoneidad de productos y servicios, la mejor ejecución y la formación de las redes de distribución (véase recuadro de la página siguiente).

- Transparencia y buen gobierno de sociedades cotizadas, desde la perspectiva de la defensa de los derechos de los inversores minoritarios.
- Impulso de las actividades de formación dirigidas a los inversores, actuales o futuros. En este sentido, el plan incluirá iniciativas encaminadas a facilitar educación financiera básica en la enseñanza secundaria.
- Mejora en la canalización y resolución de consultas, reclamaciones y quejas de los inversores, así como la participación en el desarrollo y eficaz funcionamiento de la red europea, denominada Finnet, de intermediación y arbitraje en la resolución de reclamaciones, que constituye una de las iniciativas en esta materia, de especial importancia en un mercado único de servicios financieros.

La puesta en práctica del plan exige una estrecha coordinación con los otros organismos nacionales de supervisión financiera, en particular con el Banco de España, dado el peso de las entidades de crédito en la prestación de servicios de inversión. Asimismo, requerirá la cooperación de otros supervisores extranjeros.

Finalmente, debe señalarse que la orientación del plan será la de gestión integral de riesgos, por lo que para su debida identificación está prevista la realización de análisis sobre el grado de capacitación y de aversión al riesgo del consumidor español de productos y servicios de inversión. Esta información permitirá construir indicadores de riesgo cuyo análisis y seguimiento permanentes serán de gran utilidad para el diseño y adaptación de las políticas e iniciativas diseñadas para la protección del inversor.

Refuerzo de la protección del inversor en la Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros (MiFID)

En este contexto, la próxima entrada en vigor de la MiFID y sus desarrollos traerá consigo un cambio sustancial en el marco regulador aplicable a la prestación de servicios de inversión.

La MiFID es una Directiva de amplio alcance: todas las personas y entidades que actúan en los mercados de valores se verán afectadas, cambiará la estructura de los mercados y afectará a la forma de operar de las empresas de inversión, a su organización y a cómo se relacionan con sus clientes.

Es el impulso definitivo para la creación de un mercado único de servicios financieros mediante la igualación de las condiciones de acceso de los intermediarios en toda la Unión Europea, lo que, unido a las medidas de refuerzo de requisitos organizativos y normas de conducta, y a la regulación del asesoramiento personalizado sobre inversiones, mejorará la calidad global de la protección del inversor, especialmente del inversor minorista.

En efecto, el asesoramiento personalizado sobre inversiones, que hasta ahora podía prestarse libremente en nuestro país, pasa a ser un servicio de inversión sujeto a licencia previa y reserva de actividad. Por ello, no sólo queda sujeto a normas de conducta, sino también a requisitos de organización, principalmente orientados a prevenir los riesgos de perjuicio a clientes derivados de los conflictos de interés en su prestación.

Entre las normas de actuación, tendrán especial impacto la clasificación de clientes y la obligación de los intermediarios financieros de adecuar su oferta de productos y servicios al perfil de los clientes. Este aspecto afectará especialmente a la distribución de fondos de inversión, que hasta ahora es el principal producto de inversión destinado a los inversores minoristas:

– Por primera vez en nuestro ordenamiento, la normativa ofrece una aplicación modulada de las normas de conducta, esto es, se establecen de forma gradual en función del tipo de cliente al que vayan dirigidas, buscando así que se ajusten al máximo a las características y necesidades de protección de cada categoría de inversor. Los clientes considerados minoristas, a diferencia de los profesionales, son los que reciben mayor grado de protección.

– La MiFID exigirá que las entidades ajusten su oferta de productos al perfil de cada inversor teniendo en cuenta a tal fin sus conocimientos y experiencia para tomar sus propias decisiones de inversión y para valorar correctamente los riesgos inherentes a dichas decisiones (lo que se denomina test de conveniencia). Es decir, no sólo es necesaria una adecuada información y transparencia sino un papel activo por parte de los distribuidores de productos, que deberán evaluar el perfil de riesgo del inversor al que se dirigen a fin de ofrecerle sólo los productos que se adecuen a dicho perfil.

A su vez, la MiFID introduce un nuevo enfoque regulador y de supervisión, compartido con otras normas contemporáneas, basado en la gestión integral de los riesgos del sistema, en particular de los riesgos de perjuicio al mercado y a los inversores. Este enfoque se centra en aspectos preventivos y tiene una vocación generalista en su aplicación a todo tipo de entidades financieras, con independencia de su tamaño, estructura y complejidad de negocio.

La MiFID requiere que todos los participantes en los mercados se adapten: entidades, mercados y, también, los supervisores. Dentro de este proceso de adaptación hay que citar recientes decisiones de la CNMV encaminadas al refuerzo y potenciación del área de inversores dentro de la CNMV y el ya descrito proceso de adaptación de las prácticas de supervisión (véase el capítulo 11).

12.2 Oficina de Atención al Inversor

Dentro de la Dirección de Inversores, la Oficina de Atención al Inversor presta a los inversores los servicios de resolución de reclamaciones y de consultas.

A través del servicio de reclamaciones se resuelven las reclamaciones que puede plantear un inversor cuando se considera perjudicado en sus intereses o derechos por la actuación de alguna entidad del mercado de valores. Las conclusiones y criterios más relevantes derivados del análisis y resolución de consultas y reclamaciones se divulgan con el fin de que sean ampliamente conocidos tanto por las entidades como por los propios inversores.

La Oficina de Atención al Inversor también resuelve consultas y facilita información a los inversores sobre la normativa, los productos y los servicios existentes en los mercados de valores y sobre los derechos legalmente reconocidos a los inversores.

Las consultas pueden presentarse a través de diferentes vías y referirse a cuestiones sencillas relacionadas con los registros de la CNMV o la información disponible a través de la *web* y sus publicaciones o, por el contrario, puede requerir la participación de técnicos de la CNMV especializados en diferentes materias o de informe de otras unidades de la CNMV.

Tanto las reclamaciones de los inversores como las consultas que se canalizan y resuelven a través de la Oficina de Atención al Inversor constituyen una valiosa fuente de información desde el punto de vista de las actuaciones de supervisión sobre los mercados y sobre las entidades financieras que desarrolla la CNMV. Por ello, la Oficina mantiene un estrecho contacto con las unidades con competencias de supervisión a fin tanto de recabar su opinión a la hora de resolver reclamaciones y consultas como para proporcionarles información cuantitativa y cualitativa.

12.2.1 Reclamaciones de los inversores ante la CNMV

Uno de los principales cometidos de la Oficina de Atención al Inversor es la resolución de las reclamaciones presentadas por los inversores en los casos en los que consideran que sus intereses o sus derechos se han visto perjudicados por la actuación de una entidad financiera. En estos casos, los inversores pueden acudir a la CNMV, que emitirá un informe para el reclamante sobre el asunto planteado, cuando, a pesar de haber presentado su queja inicialmente en la entidad, ésta no la ha resuelto a su satisfacción o dentro de un plazo de dos meses.

En caso de que el asunto planteado no sea de la competencia de la CNMV, se traslada directamente al organismo competente o se orienta al inversor sobre las instancias a las que debe dirigirse.

Datos relevantes del ejercicio

En el cuadro 12.1 se incluyen las cifras correspondientes al total de reclamaciones presentadas a lo largo del año, así como al total de las resueltas entre el 1 de enero y el 31 de diciembre, independientemente del año en que se iniciase su tramitación.

En el año 2006, el 84% de las reclamaciones se resolvieron en un plazo máximo de 4 meses desde su presentación ante la CNMV, siendo el plazo medio de respuesta a las 766 reclamaciones analizadas de 82 días.

Número de reclamaciones presentadas y tramitadas durante 2006		CUADRO 12.1
		Número de reclamaciones
En trámite al cierre de 2005		156
Presentadas durante 2006		823
Total		979
Analizadas		766
Resueltas		549
No admitidas		217
En trámite al cierre de 2006		213

Fuente: CNMV.

En 2006 se produjo un aumento en el número de reclamaciones no admitidas respecto al año anterior (véase cuadro 12.2), debido a la aplicación de los requisitos establecidos para la admisión a trámite en la Orden ECO 734/2004 y en el procedimiento desarrollado por la CNMV para su cumplimiento. El requisito incumplido con mayor frecuencia es el de previa presentación ante el servicio de atención al cliente o defensor del cliente de la entidad.

También destaca el descenso del número de reclamaciones resueltas sin pronunciamiento sobre el fondo de la cuestión. Esta disminución refleja un mayor esfuerzo en la fase de tramitación de los expedientes a fin de obtener la información necesaria para emitir un informe donde se valore el objeto de la reclamación.

Distribución comparada de las reclamaciones según tipo de resolución

CUADRO 12.2

	2005		2006		% var.
	Num.	% total	Num.	% total	
Resueltas	609	80,8	549	71,7	9,9
Informe favorable	169	22,4	171	22,3	1,2
Informe desfavorable	294	39,0	298	38,9	1,4
Informe sin pronunciamiento	48	6,4	5	0,7	89,6
Avenimiento	89	11,8	64	8,4	28,1
Desistimiento	9	1,2	11	1,4	22,2
No resueltas	145	19,2	217	28,3	49,7
Competencia de otros organismos	41	5,4	28	3,7	31,7
Falta de requisitos	104	13,8	189	24,7	81,7
Total	754	100,0	766	100,0	1,6

Fuente: CNMV.

Las entidades a las que se dirige un mayor número de reclamaciones son las entidades de crédito —bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito— debido a su mayor participación en la canalización de operaciones del mercado de valores procedentes de la clientela minorista, especialmente en la comercialización de productos financieros. Así, de las 85 entidades contra las que se presentaron reclamaciones, 68 eran entidades de crédito, 13 empresas de servicios de inversión y 4 sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (véase el cuadro 12.3 para un desglose por tipo de resolución de las reclamaciones contra entidades).

Tipo de entidades contra las que dirigen las reclamaciones y tipo de resolución

CUADRO 12.3

	Informes favorables al reclamante		Informes desfavorables al reclamante		Avenimientos y desistimientos		Informes sin pronunciamiento	
	Núm.	%	Núm.	%	Núm.	%	Núm.	%
Entidades de crédito	164	31,4	281	53,8	73	14,0	4	0,8
Empresas de inversión	4	18,2	15	68,2	2	9,1	1	4,5
Sociedades gestoras de IIC	3	60,0	2	40,0	0	0,0	0	0,0

Fuente: CNMV.

Entre las entidades de crédito, 18 fueron objeto de 5 ó más reclamaciones resueltas (véase el anexo estadístico IV.2) y 8 entidades sobrepasaron las 15.

Reclamaciones más frecuentes

Las reclamaciones resueltas por la CNMV a lo largo de 2006 se pueden clasificar en dos grandes grupos: las que reflejan incidencias relativas a la prestación de servicios de inversión (58,8% del total) y las que se refieren a fondos de inversión y otras instituciones de inversión colectiva (41,2%). Puede hablarse, por tanto, de un mantenimiento del esquema general de temas objeto de reclamación respecto a años anteriores, aunque con un leve retroceso de las incidencias sobre instituciones de inversión colectiva y un repunte importante de las relacionadas con la operativa en valores.

Distribución por materia de las reclamaciones resueltas en la CNMV

CUADRO 12.4

Asunto	2005		2006	
	Número	% s/total	Número	% s/total
Prestación de servicios de inversión	322	58,8	342	56,2
Recepción, transmisión y ejecución de órdenes	145	26,4	138	22,7
Información suministrada al cliente	106	19,3	114	18,7
Comisiones y gastos	71	12,9	90	14,8
Fondos de inversión y otras IIC	227	41,2	267	43,8
Información suministrada	85	15,5	103	16,9
Suscripciones y reembolsos	64	11,7	42	6,9
Traspasos	46	8,4	56	9,2
Comisiones y gastos	32	5,8	66	10,8
Número total de reclamaciones resueltas	549	100	609	100

Fuente: CNMV.

Las reclamaciones más frecuentes se refieren a los siguientes aspectos:

1) Incidencias relacionadas con la prestación de servicios de inversión

1.1) *Recepción, tramitación y ejecución de órdenes de valores*

Las principales causas de reclamación son los retrasos en la ejecución de órdenes y la falta de atención a las instrucciones del cliente. Entre los casos concretos planteados cabe citar:

- Incidencias en la ejecución de órdenes de venta de valores cotizados en el mercado AIAF, derivadas sobre todo de la falta de liquidez y de la fragmentación del mercado (dilatación del plazo de ejecución de las órdenes, ejecución a precios inferiores a los previstos, etc.).
- Incidencias derivadas de la ejecución de órdenes de valores en términos diferentes a los solicitados por el cliente: plazos, precios máximos o mínimos, volumen, etc. Estas incidencias pueden verse agravadas si los valores objeto de la orden están admitidos a negociación en mercados extranjeros.

- Operativa por Internet: imposibilidad o dificultades puntuales para operar a través de este medio, por circunstancias que los reclamantes consideran imputables a la entidad intermediaria.
- Disconformidad con las actuaciones de las entidades depositarias de valores, en ausencia de instrucciones expresas de los clientes (por ejemplo, en procesos de ampliación de capital, en los que las entidades venden los derechos de suscripción de acciones de manera unilateral o suscriben directamente las nuevas acciones).

1.2) Información suministrada por las entidades

Las incidencias evidenciadas a partir de las reclamaciones de este tipo se refieren tanto a falta de claridad en la información como a retrasos o falta de entrega de información preceptiva. Pueden destacarse las siguientes:

- Falta de claridad en la información suministrada por los comercializadores antes de la adquisición de determinados productos con características especiales en cuanto a riesgo o liquidez (participaciones preferentes, obligaciones subordinadas, productos estructurados, etc.).
- Retrasos o falta de entrega a los clientes de información escrita por parte de las entidades depositarias de valores, lo que eventualmente puede limitar o impedir el ejercicio de los derechos del inversor en la asistencia a Junta General de Accionistas, en OPA, ampliaciones de capital o emisiones, u otro tipo de operaciones corporativas.
- Falta de claridad de los extractos que resumen las operaciones y en la información periódica suministrada por las entidades a sus clientes, en el marco de relaciones contractuales de larga duración o indefinidas, especialmente en las comisiones y gastos repercutidos, entidades que custodian los instrumentos y valoración de mercado de las posiciones.

1.3) Comisiones y gastos por la prestación de servicios de inversión

Las comisiones y gastos cobrados por las entidades generan un número significativo de reclamaciones. A menudo se pone de manifiesto el desconocimiento, por parte de los clientes, del principio de libertad en la fijación de las tarifas máximas establecido en la normativa española. Las entidades sólo están obligadas a comunicar sus tarifas máximas al organismo supervisor y a ponerlas a disposición del público. Además es obligatoria su entrega al cliente junto al resto de los documentos contractuales. También se aprecia en los reclamantes cierta confusión entre lo que son verdaderas comisiones y los gastos repercutibles. Entre las situaciones planteadas con más frecuencia destacan:

- Aplicación de comisiones de administración por periodo o fracción, que se cobran de manera íntegra aunque el servicio sólo haya sido prestado de manera efectiva durante un corto periodo de tiempo (por venta o traspaso de los valores, por ejemplo).
- Cobro de comisiones por el traspaso de valores entre entidades depositarias (cancelación de la relación comercial con la entidad de origen), por el cambio en la titularidad de los valores por herencias, etc. Estas comisiones pueden suponer un gasto elevado para el cliente, que, en muchos casos, no es consciente de su existencia y justificación.

— Multiplicación de comisiones y gastos, como consecuencia de la ejecución de un único mandato en varios tramos o fragmentos (cuando la orden no tiene la cláusula de ejecución “todo o nada”).

2) Incidencias relacionadas con fondos de inversión y otras instituciones de inversión colectiva

2.1) Información y documentación suministrada en fondos de inversión

Son numerosas las reclamaciones que plantean posibles deficiencias en la información proporcionada por las entidades antes de la suscripción de las participaciones.

— En particular, suelen referirse a la falta de información sobre gastos y comisiones, sobre la política de inversión y el nivel de riesgo del fondo. En ocasiones no es posible determinar con certeza si efectivamente la entidad incumplió sus obligaciones de información o si el malentendido se debe a una falta de comprensión de la información proporcionada por parte del partícipe.

— En fondos garantizados las reclamaciones suelen deberse a que sus características no son debidamente conocidas ni comprendidas por los inversores. Por ejemplo, puesto que los fondos de inversión no vencen, cualquier reembolso exige una orden expresa del partícipe. Si el fondo modifica las condiciones de la garantía o la política de inversión y el inversor no solicita expresamente el reembolso (que en tales casos está exento de comisión), puede encontrarse en un momento dado con el capital invertido en un fondo con características y riesgos distintos a los que contrató.

— En ocasiones, los reclamantes sí son conscientes de esta circunstancia, pero aseguran no haber recibido las comunicaciones relativas a la apertura del derecho de separación gratuito, en caso de modificaciones esenciales en las condiciones del fondo. En estos supuestos resulta muy complejo discernir hasta qué punto existe algún grado de responsabilidad por parte de la sociedad gestora y, en su caso, cuáles serían los instrumentos de prueba eficaces para acreditar el envío de la información.

2.2) Suscripción y reembolso de participaciones

En esta materia, las reclamaciones suelen referirse al valor liquidativo aplicado a la suscripción o reembolso de participaciones o al tipo de cambio cuando la operación afecta a una institución de inversión colectiva extranjera. Asimismo son habituales las incidencias derivadas de los cambios de titularidad por testamentaria cuando la falta de disponibilidad de las participaciones heredadas afecta al ejercicio de derechos (vencimiento de la garantía asociada al fondo, apertura del periodo para el ejercicio del derecho de separación, etc.).

2.3) Traspasos entre fondos de inversión

El uso generalizado de la posibilidad de traspasos entre instituciones de inversión colectiva ha dado lugar a una variada casuística de incidencias, entre las que cabe destacar las siguientes:

— Retrasos en la ejecución de las órdenes de traspaso, imputables a la entidad de origen o a la de destino. El posible perjuicio para el partícipe se agrava cuando la demora impide aprovechar una ventana de liquidez (fechas en las que los garan-

tizados permiten el reembolso sin comisión), ya que a la incertidumbre sobre los valores liquidativos aplicados se añade el coste de la comisión de reembolso.

- Los traspasos en los que se encuentra implicada alguna institución de inversión colectiva extranjera generan numerosas reclamaciones, sobre todo en relación con los plazos y los tipos de cambio aplicados. Por ejemplo, muchas instituciones extranjeras no valoran ni ofrecen liquidez diariamente, lo que afecta a los plazos de la operación. Por otra parte, si la institución extranjera está denominada en divisa distinta del euro es necesario realizar la correspondiente conversión para poder efectuar el traspaso, lo que también supone una ampliación de los plazos y un incremento del coste neto de la operación.
- También son habituales las reclamaciones por el aparente cobro de comisiones como consecuencia del traspaso. En estos casos, los inversores deben tener en cuenta que el traspaso no implica coste alguno, pero si los folletos de los fondos implicados prevén comisiones de reembolso (fondo de origen) o suscripción (fondo de destino), tales comisiones sí son plenamente aplicables.

2.4) Comisiones y gastos en fondos de inversión

La aplicación inesperada o indebida de la comisión de reembolso es uno de los motivos fundamentales de reclamación en este ámbito. En general, se recuerda a los inversores la importancia de consultar el folleto del fondo antes de suscribirlo con el fin de conocer de antemano los costes asociados a sus operaciones.

Crterios aplicados en la resolución de reclamaciones

La CNMV considera de especial importancia la difusión de los criterios empleados en la resolución de las reclamaciones, ya que definen las prácticas recomendadas por el organismo supervisor a las entidades en sus relaciones con los clientes. A continuación se exponen algunos ejemplos:

Operativa en mercados de valores: el plazo de aceptación de una opa es fijado por el oferente, no pudiendo ser inferior a un mes ni superior a dos. Este plazo se recoge en el folleto explicativo de la operación, sin que sea posible su acortamiento unilateral por parte de los intermediarios. Por tanto, las entidades depositarias deben admitir mandatos hasta el mismo día en que concluya el plazo de aceptación.

Conservación y custodia de documentos: la normativa obliga a las entidades a conservar durante un plazo de seis años tanto la copia de los documentos contractuales firmada por el cliente como el recibí que acredita la entrega de la documentación. Sin embargo, no especifica cuándo empieza a contar este plazo. El criterio de la CNMV es que los seis años deben empezar a contarse desde la fecha en que queda cancelada la relación contractual. Esta interpretación se considera más consistente con la finalidad de la norma, ya que facilita que las controversias que puedan surgir entre las partes se diriman de acuerdo con la letra y el espíritu del contrato.

Comisiones por administración de valores: la aplicación de estas comisiones según el criterio del periodo o fracción, por parte de los depositarios, es legal siempre que esté debidamente prevista en el folleto de tarifas de la entidad. Sin embargo, la CNMV considera una buena práctica que las entidades cobren la comisión de administración y depósito de valores en proporción al número de días en que efectivamente hayan prestado dicho servicio.

Por otra parte, los beneficios para el cliente de este sistema de proporcionalidad quedan anulados de hecho cuando el folleto de tarifas establece importes mínimos elevados por operación. En estos casos, la CNMV recomienda la búsqueda de fórmulas que garanticen el cumplimiento del principio de proporcionalidad. Se prevé que estas situaciones queden definidas normativamente con la entrada en vigor de la Ley 44/2006, de 29 de diciembre, de mejora de la protección de los consumidores y usuarios, cuyas consecuencias están siendo objeto de estudio.

Trasposos entre instituciones de inversión colectiva: de acuerdo con las previsiones normativas que definen esta operativa, se estima que en circunstancias normales (fondos españoles sin especialidades significativas, con cálculo diario del valor liquidativo, etc.) los trasposos deberían completarse en un plazo aproximado de ocho días hábiles. En este plazo se incluye un día hábil para que la entidad de destino remita a la de origen la solicitud de traspaso y dos para que ésta compruebe la corrección de los datos, antes de efectuar el reembolso y la posterior transferencia del capital.

Cuando las entidades de origen y destino tienen el mismo comercializador o la misma gestora, dichos trámites no son necesarios, por lo que en general la CNMV considera que el plazo para efectuar el reembolso debe reducirse en tres días hábiles. Por tanto, se tomaría como fecha de la orden de reembolso la de la propia orden de traspaso.

Comisiones en trasposos entre instituciones de inversión colectiva (IIC): es frecuente que los partícipes se vean sorprendidos por el cobro de comisiones al realizar un traspaso entre IIC. El error de considerar que se trata de una operación exenta de gastos se debe en parte al aplazamiento del efecto fiscal y, en parte, a que los trasposos no figuran entre los conceptos de comisiones que recogen los folletos de las IIC. Aunque efectivamente el traspaso no lleva asociado ningún coste específico, se trata de una operación que supone reembolsar las participaciones de una IIC para invertir en otra. Por tanto, resultan aplicables las comisiones de reembolso y suscripción que prevean en sus folletos las instituciones implicadas.

Con el fin de evitar la confusión de los inversores, la CNMV considera aconsejable que, antes de iniciar el procedimiento de traspaso, las entidades adviertan debidamente a los partícipes de las posibles comisiones de reembolso o suscripción que afectarán a la operación y que incluyan esta información en la propia orden.

12.2.2 Denuncias

Las denuncias que se incluyen en el presente capítulo son, única y exclusivamente, las presentadas por inversores particulares, bien directamente o bien a través de asociaciones que les representan.

De conformidad con lo anterior, en el año 2006 se presentaron en la CNMV un total de 14 denuncias. Los hechos puestos de manifiesto en las denuncias versaban sobre diversas cuestiones, tales como operaciones de mercado, gobierno corporativo, normas de conducta, etc., sin que pueda identificarse una cuestión concreta que haya provocado mayor número de denuncias que otra.

Al cierre del año 2006, habían sido resueltas seis de las 14 denuncias presentadas, encontrándose en tramitación las ocho restantes. Las seis denuncias resueltas lo fueron con archivo de las actuaciones, no habiéndose incoado expediente administrativo sancionador en ninguno de los casos.

12.2.3 Resolución de consultas planteadas por los inversores

Como se ha señalado, otro de los servicios que presta la Oficina de Atención al Inversor es la resolución de consultas que pueden referirse a cuestiones sencillas relacionadas con los registros de la CNMV o la información disponible a través de la *web* y sus publicaciones o, por el contrario, requerir la participación de técnicos de la CNMV especializados en diferentes materias o el informe de otras unidades de la CNMV.

Para ello, la Oficina pone a disposición de los inversores un servicio de información general con una línea telefónica específica (902 149 200) en la que, en primera instancia, un grupo de operadoras atienden sus consultas y les facilitan la información requerida, siempre que sea accesible y pública.

Si la cuestión planteada exige una respuesta especializada, serán los técnicos del servicio de consultas los que contactarán posteriormente con el consultante para atender su solicitud de información con la mayor celeridad posible y sin ningún trámite administrativo.

Asimismo, existe una dirección de correo electrónico a la que también pueden dirigirse para formular cualquier petición de información (inversores@cnmv.es) e, igualmente, pueden hacerlo por escrito a través del registro general de entrada de documentos en papel de la CNMV.

Volumen y tipos de consultas recibidas

En 2006 se recibieron casi 10.000 consultas, en su mayor parte a través de línea telefónica y atendidas por los operadores que forman el call center. El resto, que no llega a un tercio de las consultas formuladas, se presentaron por otras vías y requirieron la atención de los técnicos de la Oficina de Atención al Inversor.

Distribución de las consultas tramitadas según el canal de recepción					
Canal	2006	% s/total	2005	% s/total	Var. % 06/05
Teléfono	6.836	68,46	9.064	75,17	24,6
Mail	2.228	22,31	1.962	16,23	+13,6
Escritos	239	2,39	468	3,93	48,9
Presencial	682	6,83	393	3,32	+73,5
Total	9.985	100	11.887	100	16,0

CUADRO 12.5

Fuente: CNMV.

En cuanto a los asuntos que más interés han suscitado entre los inversores en 2006 se encuentran, en primer lugar, las consultas sobre sociedades emisoras (29,2%) y, dentro de este apartado, las correspondientes a las distintas OPA (11,8%). También fueron numerosas las consultas relativas a la CNMV (21,5%) y al contenido de sus Registros Oficiales (19,7%). Las restantes se refieren a entidades no registradas (7,5%), operativa de las empresas de servicios de inversión (7,1%), legislación (6,2%) y operativa de las instituciones de inversión colectiva (5,8%).

Asuntos más relevantes objeto de consultas

Entre los asuntos más relevantes planteados en forma de consulta durante el año, cabe destacar los siguientes:

- Con motivo del lanzamiento de diferentes opas, los inversores se preguntan sobre los criterios de distribución y prorrateo que se aplican en supuestos de opas parciales o sobre la posibilidad de no tener que pagar los gastos derivados de la aceptación de las opas, dado que los oferentes suelen designar un miembro del mercado a través del cual los gastos de corretaje son gratuitos para el accionista.

Otras consultas se han referido a la posibilidad de revocar órdenes de aceptación ya cursadas cuando se han producido modificaciones sustanciales en las condiciones de la oferta, tales como las referidas a los plazos de aceptación a la vista de actuaciones dispares observadas en las diferentes entidades depositarias. En algunos casos, este tipo de consultas ha dado lugar a comunicaciones específicas de la CNMV al mercado, a las entidades y a los inversores a fin de transmitir criterios a seguir de manera uniforme por todas las entidades en su relación con sus clientes titulares de acciones objeto de estas operaciones.

- El lanzamiento en España de nuevos productos de inversión como los fondos de inversión cotizados (ETF) o las instituciones de inversión colectiva de inversión libre (*hedge funds*) ha motivado muchas consultas de los inversores sobre su régimen de inversiones, forma de acceso para los inversores, comisiones aplicables, etc.
- Suele ser muy habitual la necesidad de conocer la fecha de adquisición de los valores que se han vendido, a fin de cumplir con las obligaciones fiscales. Numerosos inversores solicitan conocer cuáles son los plazos legales de conservación de justificantes de órdenes, de provisión de información por parte de las entidades depositarias y, en su defecto, qué otras alternativas cabrían para conocer ese dato, como por ejemplo las referencias de registro.
- También son frecuentes las consultas planteadas por inversores accionistas de sociedades no cotizadas que, por diversas circunstancias, no acudieron a la OPA de exclusión o no tuvieron conocimiento de su exclusión sin OPA y que desean conocer qué pueden hacer para transmitir sus acciones.

O las consultas planteadas por titulares de acciones de sociedades excluidas de negociación y en situación de inactividad que desean dejar de pagar comisiones de administración a sus depositarios o que quieren imputarse la minusvalía generada a efectos fiscales.

- Como consecuencia de la entrada en vigor de la nueva normativa sobre prevención de blanqueo de capitales que, entre otros aspectos, refuerza los requisitos de identificación de clientes, algunos inversores se han dirigido a la CNMV para conocer cuáles son esos requisitos y qué documentación estaban obligados a facilitar como clientes a su entidad.

12.3 Formación e información al inversor

El área responsable de la información y educación del inversor realiza una amplia variedad de actividades que tienen como uno de sus fines la mejora en la calidad y condiciones en las que la información, uno de los mejores activos a su disposición, llega a los inversores.

Se desarrollan además iniciativas de divulgación y formación dirigidas a los inversores que van desde la publicación de guías, celebración de cursos, seminarios, jornadas, mesas redondas, participación en ferias especializadas en servicios financieros, incluso la participación en medios de comunicación. La elaboración y diseño de tutoriales interactivos que permiten adquirir a sus usuarios conocimientos financieros básicos para operar en los mercados de valores es también una de las últimas iniciativas de esta unidad.

La mejora de la capacitación financiera de los inversores constituye uno de los elementos clave para alcanzar mayores niveles de protección. Se trata de un esfuerzo a medio y largo plazo que resulta imprescindible para que los particulares puedan aprovechar la información disponible en los mercados y, en consecuencia, responsabilizarse de sus decisiones de inversión.

12.3.1 Actividades divulgativas y de formación

Publicaciones dirigidas a los inversores

Las publicaciones de la CNMV para los inversores intentan ofrecer una visión sencilla y práctica de los mercados de valores. Tanto las guías, de contenido más amplio, como las fichas, centradas en cuestiones más concretas, pueden obtenerse de forma gratuita a través del servicio de suscripciones. A finales de 2006 había 8.500 inversores suscritos, 2.000 de los cuales se han dado de alta durante el año.

La colección de “fichas del inversor” continúa tratando desde un punto de vista práctico aquellos temas cuya oportunidad viene dada por las circunstancias de los mercados. En la actualidad se encuentran disponibles los siguientes títulos:

- *Las ofertas públicas de acciones, OPV/OPS* (2006).
- *Los fondos cotizados, ETF* (2006).
- *Servicios de la CNMV para los inversores* (2005).
- *Trasposos entre fondos de inversión* (2005).
- *Qué es y cómo actuar ante una OPA* (2005).

En cuanto a las “Guías del inversor”, a lo largo del ejercicio se han actualizado y reeditado varias de las publicadas en años anteriores, ya que las modificaciones y desarrollos normativos que afectan a los mercados de valores obligan a una revisión permanente de sus contenidos. Hasta la fecha, la colección de guías consta de los siguientes títulos:

- *Los productos de renta fija* (2007).
- *Los fondos de inversión y la inversión colectiva* (2005/2006).
- *Opciones y futuros* (2004).
- *Las órdenes de valores* (2004).
- *Las empresas de servicios de inversión* (2002).

- *Los chiringuitos financieros* (2002).
- *Los derechos y responsabilidades del accionista* (actualización pendiente de las modificaciones previstas en materia de OPAs en 2007).

Con el fin de lograr la mayor difusión posible de estas publicaciones se han intensificado los contactos en el ámbito de la cooperación, tanto con la industria financiera como con las instituciones docentes. Esto ha supuesto un sensible incremento no sólo en el número de convenios firmados, sino también en el volumen de ejemplares (fichas y guías) distribuidos a través de las entidades colaboradoras. Asimismo, se ha promovido su difusión a través de distintos medios de comunicación y se han exportado en formato electrónico a diversas webs institucionales y privadas. Todas las guías y fichas se encuentran disponibles en inglés en el “Rincón del Inversor” de la web de la CNMV.

Fichas y guías del Inversor: número de acuerdos de difusión y ejemplares distribuidos

CUADRO 12.6

	N.º de acuerdos		N.º de ejemplares					
			Fichas		Guías		% total	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006
Mercados: bolsas y MEFF	5	5	28.700	12.725	5.900		25	12
Inversores (petición directa a la Oficina de Atención al Inversor)			8.756	55.294	16.566	25.207	50	28
Asociaciones de consumidores	8	9	4.950	2.376	5.330		5	4
Entidades del mercado de valores:	163	179	51.507	2.325	28.844		5	28
Sociedades de valores	39	30	9.518	1.325	8.145			
Agencias de valores	37	40	4.148	300	2.576			
SGC	17	18	3.171	100	3.392			
SGIIC	65	86	34.016	600	14.713			
Sucursales entidades extranj.	5	5	654	0	18			
Entidades de crédito	16	49	900	31.934	1.855	29.097	5	21
Universidades y otros centros docentes	25	37	5.620	4.650	12.744		9	7
Otros			150		418		0	0
Total	217	279	9.656	178.155	40.497	107.540	100	100

Fuente: CNMV.

Conferencias y ferias para inversores

La CNMV promueve la comunicación directa con los inversores mediante la participación en seminarios, jornadas y actos de puertas abiertas.

Con este enfoque se aborda la participación, ya habitual, de la CNMV en Bolsalia y Borsadiner, salones de bolsa y mercados financieros celebrados en Madrid y Barcelona, respectivamente. La masiva asistencia de inversores no profesionales a estas jornadas ofrece una excelente ocasión para mostrar y explicar las labores de atención directa al ciudadano que desarrolla la CNMV. Cabe resaltar que en torno al 50% de las cuestiones que suelen plantear los asistentes se refieren al alcance de las actividades de la propia CNMV.

Durante el pasado año, la CNMV ha participado en 14 actos dirigidos a los particulares en diversos lugares de la geografía española. Este tipo de charlas y conferencias divulgativas, dirigidas a ciudadanos no familiarizados con los temas financieros, suelen realizarse en colaboración con colectivos de distinta naturaleza: asociaciones de consumidores, colegios profesionales, instituciones docentes públicas y privadas, entidades financieras, etc.

12.3.2 El “Rincón del Inversor” en la *web* de la CNMV

El “Rincón del Inversor” de la página *web* de la CNMV continúa siendo un medio privilegiado para la comunicación con los ciudadanos interesados en los mercados de valores. La reciente modificación de la página de inicio permite acceder de manera inmediata a algunas secciones y herramientas novedosas, pensadas para facilitar el acceso de los inversores a la información.

Entre las mejoras introducidas a lo largo de 2006 en el “Rincón” cabe destacar la difusión de criterios utilizados en la resolución de las reclamaciones y consultas así como la tabla comparativa de fondos de inversión.

Difusión de criterios sobre reclamaciones y consultas

Como se ha señalado en el apartado anterior, la CNMV considera especialmente útil la difusión de los criterios empleados en la resolución de las reclamaciones, tanto para que las entidades financieras adapten sus prácticas con clientes como para que estos últimos tengan una referencia clara con la que comparar las que sigue la entidad con la que trabajan.

Por ello, a través del “Rincón del Inversor”, pueden consultarse los informes que hasta ahora han venido publicándose trimestralmente sobre las principales conclusiones y criterios establecidos por la CNMV a raíz de las consultas y reclamaciones presentadas por los inversores.

Está previsto que en lo sucesivo los criterios sean difundidos y permanentemente actualizados a través del “Rincón del Inversor”.

Comparador de fondos de inversión

Este año se ha incluido en la *web* una nueva herramienta que permite obtener información comparativa sobre fondos de inversión. Si bien todavía en formato Excel, esta herramienta permite tratar de manera sencilla la información disponible sobre los fondos de inversión españoles, con la posibilidad de ordenarlos según los parámetros de mayor interés: política de inversión, comisiones, rentabilidades históricas, etc. Se está trabajando en una mejora sustancial de esta herramienta que permitirá, de un modo sencillo y amigable para el inversor, comparar fondos de inversión mediante una selección a partir de diferentes criterios y acceder a su vez a la información más relevante sobre los fondos seleccionados, tanto cuantitativa (comisiones, rentabilidad, volatilidad) como cualitativa, relativa tanto al propio fondo como a su gestora. Esto último, mediante la inclusión de enlaces con los datos registrales de la gestora y del fondo y con el folleto informativo, el contenido de sus informes trimestrales y los hechos relevantes que le afectan.

También se ha empezado ya a trabajar en otras herramientas sencillas que permitan obtener información comparativa sobre productos y servicios de inversión.

12.3.3 Foro de Diálogo sobre Protección del Inversor

En el año 2006 se convocó el Foro de Diálogo sobre Protección del Inversor, con ánimo de favorecer la transparencia y la participación de todos los agentes que intervienen en los mercados de valores, y con la intención de establecer un cauce regular de diálogo y colaboración entre la CNMV y las entidades financieras. Este foro contó con una nutrida participación de responsables de los servicios de atención al cliente y defensores del cliente de las empresas que prestan servicios de inversión, así como de las organizaciones de consumidores representadas en el Comité Consultivo de la CNMV. Además, dada la ineludible necesidad de cooperación entre los tres supervisores del sistema financiero, también formaron parte del Foro los Servicios de Reclamaciones del Banco de España y de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

Como concreción operativa del Foro de Diálogo se abrieron tres mesas de trabajo, en las que se trataron cuestiones relativas a: (i) definición y estadística sectorial de las reclamaciones y consultas; (ii) información a la clientela sobre aspectos concretos planteados en las consultas y reclamaciones; (iii) incidencias en los cambios de titularidad de valores derivados de adquisiciones por causa de muerte. La selección de estos primeros temas se basó en las propuestas y sugerencias remitidas por los participantes y en la propia experiencia de la Oficina de Atención al Inversor.

Con la creación de estos grupos de trabajo se ha pretendido homogeneizar materias y conceptos e identificar y poner en común las dificultades de los depositarios a la hora de informar a los clientes y estandarizar las actuaciones de las entidades en cuanto a costes, trámites o tiempo de ejecución en los cambios de titularidad de valores por causa de muerte. En definitiva, se persigue mantener una comunicación fluida con las entidades, compartiendo problemas y buscando soluciones consensuadas.

Próximamente se espera abordar nuevas líneas de trabajo en este grupo. Entre otros temas, se prevé analizar la contratación de productos financieros por canales telemáticos, la estandarización de perfiles de riesgo del inversor y la comercialización de productos financieros especiales por su complejidad o por el nivel de exposición al riesgo del inversor.

12.3.4 Cooperación internacional

La creciente atención que los reguladores y supervisores prestan a las necesidades de capacitación financiera de los ciudadanos ha permitido el intercambio de experiencias con otros países, tanto europeos como de Iberoamérica, sobre la eficacia de tales iniciativas y las herramientas empleadas en materia de educación e información al inversor.

En este sentido, cabe citar la intervención en el Foro de Protección del Inversor en Guatemala promovido por el Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores y en la Feria del Inversionista de Costa Rica, dentro del ámbito de cooperación que la CNMV mantiene con otros países del área iberoamericana.

También cabe destacar la participación en el grupo de trabajo que en el ámbito del Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) proyecta la difusión, a través de Internet, de la información necesaria para los inversores que realicen operaciones transfronterizas.

12.4 Publicidad de productos y servicios de inversión

Pese a las constantes recomendaciones que la CNMV dirige a los inversores sobre la necesidad de consultar la información oficial del producto antes de comprometer el capital, es incuestionable la influencia de la publicidad en la toma de decisiones de inversión.

En consecuencia, la CNMV realiza un seguimiento continuo de la publicidad de productos y servicios de inversión, vigilando el cumplimiento de dos criterios básicos: el mensaje debe ser equilibrado y debe evitarse generar expectativas poco realistas en los destinatarios. En definitiva, se trata de evitar que la publicidad contenga elementos potencialmente engañosos.

Con el fin de lograr que las campañas comerciales respeten estos principios, la CNMV ofrece a las entidades la posibilidad de realizar un análisis previo de la publicidad. Como puede apreciarse en el siguiente cuadro, cada vez son más los anunciantes que hacen uso de este servicio. Por otra parte, la CNMV podría llegar a adoptar otro tipo de iniciativas previstas en la normativa para restringir la difusión de aquellas campañas que, a su juicio, pudieran inducir a error a los destinatarios.

Actuaciones de la CNMV en materia de publicidad

CUADRO 12.7

	Análisis previo		Control posterior		Total	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006
IIC	172	207	9	6	181	213
IIC extranjeras	28	104	1	4	29	108
Emissiones y OPV	8	25	5	2	13	27
Servicios financieros	10	16	2	3	12	19
Total	218	352	17	15	235	367

Fuente: CNMV.

12.5 Fondo de garantía de inversiones (FOGAIN)

El FOGAIN continuó recibiendo y tramitando, durante el año 2006, solicitudes de indemnización de clientes de las cinco entidades cuya insolvencia ha sido cubierta por el Fondo¹. El importe de las indemnizaciones acumuladas satisfechas ascendía, a fin de año, a 64.361.128 euros, con un total de 9.407 reclamaciones tramitadas.

También durante el ejercicio el FOGAIN ha continuado intentando recuperar los importes de las indemnizaciones satisfechas hasta este momento en virtud de la subrogación legal que el pago de la indemnización produjo a su favor, si bien no ha

1. Estas entidades son: AVA Asesores de Valores, A.V., S.A., Gescartera Dinero, A.V., S.A., Broker Balear, A.V., S.A., Bolsa 8, A.V., S.A., y XM Patrimonios, A.V., S.A.

habido avances significativos. En relación con este aspecto, durante el ejercicio 2007 está previsto que se celebre el juicio de Gescartera Dinero, A.V., S.A.

La gestora contaba a final de 2006 con 129 entidades adheridas, de las que 100 eran sociedades y agencias de valores, 15 sociedades gestoras de carteras, una sucursal de empresa de servicios de inversión extranjera y 13 sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva; estas últimas se han adherido al incorporar a sus programas de actividades el servicio de gestión discrecional de carteras de terceros, servicio de inversión cubierto por la garantía del Fondo.

Con el fin de dar cabida a las entidades entrantes y salientes y las variaciones en los porcentajes de participación de las entidades adheridas, en junio se fijó el nuevo capital social de la Gestora en 167.747 euros. Además, se elaboró un presupuesto para el ejercicio 2007 cuyo importe asciende a 776.663 euros, que fue aprobado por la CNMV.

Una vez que la atención de reclamaciones de clientes de empresas de servicios de inversión en situación de incumplimiento se puede considerar residual, la actividad de la Gestora se ha centrado, durante este ejercicio, y previsiblemente lo hará en 2007, en dar cumplimiento a lo previsto en el artículo 20.1 del RD 948/2001, que encomienda a la Gestora promover la información para dar a conocer a los inversores el alcance y contenido del FOGAIN. Por ello, las inversiones del ejercicio han ido encaminadas a mejorar sus sistemas informáticos y poner en marcha una nueva página *web* que sea de utilidad tanto para las entidades adheridas como para aquellos que quieran presentar solicitudes de indemnización ante la Gestora.

Por último, cabe señalar que el FOGAIN ha continuado sus actuaciones de fomento del diálogo y de cauce de transmisión de los intereses de las entidades adheridas a través de tres grupos de trabajo: uno, sobre las normas de actuación en los mercados de valores; otro, sobre blanqueo de capitales; y un tercero, sobre la aplicación de la MiFID.

13 Actuaciones disciplinarias

La CNMV tiene atribuida la potestad sancionadora en relación con las infracciones de las normas de ordenación o disciplina del mercado de valores. Estas normas le otorgan la competencia para la incoación e instrucción de los correspondientes expedientes sancionadores por infracciones muy graves e imponer sanciones por infracciones leves y graves. La sanción de las infracciones muy graves corresponde al Ministro de Economía y Hacienda, previa propuesta de la CNMV.

En el ejercicio de dicha potestad durante el año 2006, el número de expedientes sancionadores incoados ha sido inferior al de 2005, si bien, al igual que en dicho ejercicio, alguno de ellos reviste especial complejidad y trascendencia al tratarse de conductas calificadas presuntamente como abuso de mercado, cuya investigación resulta siempre compleja. También hay que destacar la incoación, por primera vez, de expedientes sancionadores por el incumplimiento por parte de sociedades cotizadas de la obligación de elaborar y publicar el informe anual de gobierno corporativo, obligación introducida por la Ley 26/2003, de 17 de julio, con el fin de reforzar su transparencia.

Durante el ejercicio 2006 se concluyeron 14 expedientes sancionadores, abiertos en su mayoría en el año anterior y en los que las resoluciones sancionadoras se refieren a infracciones de diversa naturaleza, aun cuando las más relevantes por el número de expedientes a los que afectan fueron incumplimientos que constituyen prácticas de manipulación de mercado y difusión y uso de información privilegiada.

Todas las sanciones impuestas en 2006 fueron de carácter económico, con excepción de la impuesta a una entidad de crédito comunitaria de suspensión temporal para la prestación de un determinado servicio de inversión.

13.1 Expedientes sancionadores

13.1.1 Estadísticas

Durante 2006, el Comité Ejecutivo de la CNMV acordó la incoación de 10 nuevos expedientes sancionadores, en los que se analizan un total de 13 presuntas infracciones. Asimismo, la CNMV concluyó 14 expedientes que incluían un total de 22 infracciones. De ellos, 10 habían sido iniciados en 2005 y 4 en el propio ejercicio 2006 (véase cuadros 13.1, 13.2 y anexo IV.3).

El número de sanciones impuestas fue de 30. Una sanción fue de suspensión por tres meses en la prestación del servicio de inversión correspondiente a la colocación de valores y las 29 restantes fueron de naturaleza pecuniaria por importe total de 2.366,6 miles de euros (véase cuadro 13.3).

En atención a la naturaleza de las infracciones investigadas en los diferentes expedientes sancionadores incoados o concluidos en 2006, destacan los siguientes datos (véase cuadro 13.4):

- En los expedientes incoados se imputan 4 presuntas infracciones por uso de información privilegiada, 3 por falta de elaboración y publicación del informe anual de gobierno corporativo y 2 por la prestación de servicios de inversión sin autorización. En uno de los supuestos de uso de información privilegiada se ha dado traslado de los hechos al Ministerio Fiscal al apreciarse indicios de que la conducta podría constituir delito.
- En los expedientes concluidos, en 4 de ellos es objeto de sanción el uso de información privilegiada, en uno la realización de prácticas de manipulación de mercado y en 6 la falta de remisión a la CNMV de diversos informes de elaboración obligatoria.

Expedientes abiertos y concluidos en 2006		CUADRO 13.1
	2005	2006
Número de expedientes abiertos	14	10
Número de expedientes concluidos	21	14
De los cuales:		
Abiertos en 2006		4
Abiertos en 2005		10
Abiertos en 2004	18	
Abiertos en 2003	3	

Fuente: CNMV.

Infracciones contempladas en los expedientes sancionadores		CUADRO 13.2
	2005	2006
1. Infracciones objeto de apertura de expediente	24	13
Muy graves	15	9
Graves	9	4
2. Infracciones en expedientes concluidos	36	22
Infracciones muy graves:	25	11
Expedientes abiertos en 2006		1
Expedientes abiertos en 2005		10
Expedientes abiertos en 2004	21	
Expedientes abiertos en 2003	4	
Infracciones graves:	11	11
Expedientes abiertos en 2006		3
Expedientes abiertos en 2005		8
Expedientes abiertos en 2004	6	
Expedientes abiertos en 2003	5	

Fuente: CNMV.

Sanciones impuestas

CUADRO 13.3

	2005			2006		
	N.º	Importe ¹	Periodo ²	N.º	Importe ¹	Periodo ²
Multa	53	1.636,0		29	2.366,6	
Suspensión/limitación de actividades				1		3

Fuente: CNMV.

1. En miles de euros.

2. En meses.

La regulación y
supervisión de los
mercados de valores
Actuaciones disciplinarias

Número de infracciones de cada tipo en los expedientes sancionadores

CUADRO 13.4

	Abiertos		Cerrados	
	2005	2006	2005	2006
Infracciones muy graves	15	9	25	11
No declaración/incorrecta comunicación de participaciones significativas		3	13	1
Realización de actividades no permitidas	3	2	3	1
Manipulación de mercado	1			1
Incumplimiento de coeficientes				
No comunicación hechos relevantes/información engañosa, inexacta o con omisiones relevantes				
Incumplimiento normativa general del mercado de valores	3		5	3
Incumplimiento normativa general de las IIC				
Irregularidades contables	2	1		
Emisiones no registradas				
Información privilegiada	6	3	2	5
Resistencia a la actuación inspectora			2	
Infracciones graves	9	4	11	11
Irregularidades contables			3	
Realización de actividades no permitidas			1	1
Incumplimiento de coeficientes			1	
Incumplimiento normativa general del mercado de valores	4			
Incumplimiento normativa general de las IIC	1		1	
Incumplimiento normas de conducta	3		5	3
Manipulación de mercado	1			1
Información privilegiada		1		
No elaboración/publicación/remisión en plazo de informes preceptivos		3		6

Fuente: CNMV.

13.1.2 Registro público de sanciones por infracciones graves o muy graves

El registro público de sanciones incorporó en 2006 las siguientes resoluciones sancionadoras relativas a infracciones graves y muy graves:

- Resolución de 20 de febrero de 2006, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se da publicidad a las sanciones por infracción muy grave impuestas y a sus administradores, con-

forme a lo establecido en el artículo 102 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

- Resolución de 20 de febrero de 2006, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se da publicidad a la sanción por infracción muy grave impuesta a _____, conforme a lo establecido en el artículo 102 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
- Resolución de 20 de febrero de 2006, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se da publicidad a la sanción por infracción muy grave impuesta a Inversiones el _____ conforme a lo establecido en el artículo 102 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
- Resolución de 20 de febrero de 2006, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se da publicidad a la sanción por infracción muy grave impuesta a _____, conforme a lo establecido en el artículo 102 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
- Resolución de 20 de febrero de 2006, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se da publicidad a la sanción por infracción muy grave impuesta a _____ conforme a lo establecido en el artículo 102 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
- Resolución de 20 de febrero de 2006, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se da publicidad a la sanción por infracción muy grave impuesta a _____ conforme a lo establecido en el artículo 102 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
- Resolución de 20 de febrero de 2006, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se da publicidad a la sanción por infracción muy grave impuesta a _____ conforme a lo establecido en el artículo 102 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
- Resolución de 20 de febrero de 2006, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se da publicidad a la sanción por infracción muy grave impuesta a _____ conforme a lo establecido en el artículo 102 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
- Resolución de 20 de febrero de 2006, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se da publicidad a la sanción por infracción muy grave impuesta a _____ conforme a lo establecido en el artículo 102 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
- Resolución de 24 de abril de 2006, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se da publicidad a la sanción por infracción muy grave impuesta a _____ conforme a lo establecido en el artículo 102 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
- Resolución de 24 de abril de 2006, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se da publicidad a las sanciones por infracción muy grave impuestas a _____ y a _____ conforme a lo establecido en el artículo 102 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

- Resolución de 17 de noviembre de 2006, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publican las sanciones por infracciones muy graves impuestas a don
- Resolución de 17 de noviembre de 2006, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publican las sanciones por infracción muy grave impuestas a
- Resolución de 17 de noviembre de 2006, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publican las sanciones por infracción muy grave impuestas a
- Resolución de 17 de noviembre de 2006, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publican las sanciones por infracción grave impuestas a
- Resolución de 17 de noviembre de 2006, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publican las sanciones por infracción grave impuestas a
- Resolución de 17 de noviembre de 2006, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publica la sanción por infracción muy grave impuesta
- Resolución de 17 de noviembre de 2006, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publican las sanciones por infracción grave impuestas a

13.1.3 Criterios de interés

Comunicación ilícita de información privilegiada a terceros. Medidas preventivas

El artículo 81 de la Ley del Mercado de Valores impone a todo aquel que dispone de información privilegiada la prohibición, entre otras conductas, de comunicarla a terceros, salvo que lo sea en el ejercicio normal de su trabajo, profesión o cargo.

Como regla general, se puede considerar que la comunicación de información privilegiada a terceros por agentes económicos profesionales lo es en el ejercicio normal de su actividad cuando, siendo imprescindible, responde a un interés o propósito legítimo y se hace advertencia al receptor de la confidencialidad de la información. No obstante, y en cada caso, la excepción a la regla general de prohibir la comunicación sobre la base de que se realiza en el ejercicio normal de la profesión requiere, por parte del que se acoge a ella, la observancia adicional de sus propias reglas o protocolos de actuación.

La lucha contra las conductas constitutivas de utilización de información privilegiada tiene una innegable dimensión preventiva. Quienes tienen mayores probabilidades de acceder de forma recurrente a información de esta naturaleza vienen obligados por la Ley del Mercado de Valores a tomar las medidas necesarias para impedir su uso indebido.

Como afirma el legislador comunitario en el Considerando número 24 de la Directiva 2003/6/CE, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y manipulación del mercado (abuso de mercado), las medidas preventivas para controlar los abusos de mercado sólo podrán contribuir a la lucha contra éstos si se aplican con determinación y si se controlan adecuadamente.

La norma comunitaria deja a iniciativa de cada Estado miembro el establecimiento en su ordenamiento jurídico de las concretas medidas preventivas contra el uso de información privilegiada que deben aplicar los agentes económicos profesionales que actúan en su territorio, al objeto de garantizar la integridad del mercado de valores, bien jurídico a cuya protección responden.

Al trasponer parcialmente la Directiva, con ocasión de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, se introdujo en la Ley del Mercado de Valores, por un lado en su artículo 83, la obligación para los agentes económicos profesionales de establecer, con carácter general, una serie de medidas preventivas para impedir el flujo de información privilegiada entre sus distintas áreas de actividad y por otro en el artículo 81.4, la obligación básica de salvaguardarla, adoptando para ello, en cada caso y atendiendo a las circunstancias, las medidas adecuadas adicionales para evitar que tal información pueda ser objeto de utilización abusiva o desleal.

En este sentido, consciente el legislador nacional de la extraordinaria variedad de modelos organizativos que pueden tener los agentes económicos profesionales que actúan en los mercados de valores, y de las actuaciones que, llevadas por ellos, implican el riesgo de uso de información privilegiada, reconoce en la Ley la posibilidad de una cierta autorregulación en la adopción de medidas preventivas, de modo que sean estos agentes los que, atendiendo a cada caso, puedan en definitiva establecer sus propias reglas o protocolos de actuación al respecto, en aplicación del citado artículo 81.4 de la Ley del Mercado de Valores.

Esta posibilidad de autorregulación no deja de ser una manifestación más de lo dispuesto en el Título VII de la Ley del Mercado de Valores, comprensivo de las normas de conducta que deben seguir los agentes económicos profesionales. Según dispone su artículo 78, éstos están sometidos, entre otras, a las normas de conducta contenidas en sus propios reglamentos internos de conducta, entendiendo como tales las que consideren oportunas para atenerse en su actuar a los principios y requisitos generales previstos en el artículo 79, entre los que se encuentra el comportarse con diligencia y transparencia en defensa de la integridad del mercado.

En 2006, la CNMV impuso una multa de 1 millón de euros y una sanción de suspensión parcial de actividad por tres meses a una entidad de crédito comunitaria que inició la prospección de la demanda, en una significativa operación de colocación en bloque de valores españoles, con el mercado bursátil abierto, contraviniendo así la regla o protocolo de actuación aplicable, a la que se había obligado voluntariamente, de no comenzarla hasta después de su cierre. Con esta conducta comunicó información privilegiada a terceros vulnerando la medida preventiva que se impuso, en este caso una restricción temporal en su difusión, lo que implicó que

lo hiciera sin concurrir la excepción de haberlo hecho en el ejercicio normal de su profesión o actividad.

Igualmente, impuso una multa de 30.050 euros a una empleada de una entidad de crédito por comunicar información privilegiada a un familiar suyo.

Uso ilícito de información privilegiada. El beneficio

La CNMV impuso en 2006 dos multas, por importe de 60.000 euros y 682.555 euros, respectivamente, a dos personas físicas por utilización de información privilegiada.

El artículo 81 de la Ley del Mercado de Valores establece, para quien dispone de información privilegiada, el deber de abstenerse de la preparación o realización de operaciones sobre los valores afectados por ésta. El artículo 2 de la Directiva 2003/6/CE, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y manipulación del mercado (abuso de mercado) recoge la prohibición de utilización de esta información mediante la adquisición o cesión, o intento de adquisición o cesión, de aquellos valores.

De acuerdo con la dicción literal y el espíritu de la norma, la infracción de uso ilícito de información privilegiada no exige la obtención de lucro o beneficio por su autor o terceros.

No obstante, el beneficio es un elemento con relevancia en el régimen jurídico sobre la utilización de información privilegiada. En primer lugar, su cuantificación es clave para determinar, en cada caso, si la conducta constituye únicamente infracción administrativa o es reconducible al delito previsto en el artículo 285 del vigente Código Penal¹. Por otro lado, de acuerdo con la Ley del Mercado de Valores, constituye un dato significativo para la imposición de la sanción de multa que corresponda, ya que debe considerarse como base para la cuantificación de sus límites mínimos y máximos² y como criterio de graduación para su exacta determinación³.

Como criterio general, tratándose de supuestos de adquisición de valores en posesión de información privilegiada, la CNMV calcula el beneficio por diferencia entre su precio de adquisición y de venta —cuando ésta se ha producido en fechas próximas a la publicación de la información correspondiente— o bien entre el precio de adquisición y el de cotización al cierre de mercado del día de dicha publicación. En este último caso se aprecia como beneficio la plusvalía latente de los valores adquiridos en el momento en que razonablemente se considera que el mercado ha incorporado en su cotización la información privilegiada correspondiente.

Como circunstancia agravante se aprecia la importancia del beneficio obtenido, calculado según el criterio anterior, atendiendo a la relevancia de su importe tanto en términos absolutos como en términos relativos o porcentuales (rentabilidad obtenida sobre la inversión realizada).

Estos criterios han sido confirmados en Sentencia de la Audiencia Nacional (Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección Sexta) de 20 de noviembre de 2006.

1. El uso de información privilegiada con un beneficio superior a 600.000 euros constituye delito.

2. Artículos 102 y 103 de la Ley del Mercado de Valores.

3. Artículo 14.c) de la Ley de Disciplina e Intervención de Entidades de Crédito.

13.2 Servicio contencioso: revisión judicial de resoluciones sancionadoras y otras actuaciones ante los órganos jurisdiccionales

La sanción como elemento necesario en la regulación del mercado de valores tiene como corolario en nuestro ordenamiento jurídico la posibilidad de revisión de las resoluciones sancionadoras en vía administrativa, lo que corresponde al Ministerio de Economía y Hacienda, y por la jurisdicción contencioso-administrativa en vía judicial, todo ello sin perjuicio de las actuaciones realizadas por la CNMV ante dichos órganos en defensa de los intereses generales a ella encomendados.

Dentro de estas funciones, corresponde a la Dirección del Servicio Contencioso y del Régimen Sancionador cumplir los trámites previstos en la Ley Reguladora de la Jurisdicción Contencioso-Administrativa y colaborar en la defensa de las resoluciones sancionadoras impugnadas, así como respecto del resto de resoluciones dictadas por la CNMV en el marco de sus competencias.

En este sentido, el Ministerio de Economía y Hacienda (véase cuadro 13.5 y anexo IV.4) resolvió en 2006 cuatro recursos de alzada y tres de reposición contra resoluciones sancionadoras. En todos los casos se confirmaron las resoluciones recurridas.

En vía judicial, se han resuelto 17 recursos contencioso-administrativos interpuestos contra resoluciones sancionadoras acordadas por la CNMV o, en su caso, el Ministerio de Economía y Hacienda (véase cuadro 13.5). Excepto en dos supuestos, en los que se estima total o parcialmente el recurso, las sentencias recaídas confirman las sanciones impuestas.

Asimismo, y dando cumplimiento al principio general imperativo de prestar la colaboración requerida a jueces y tribunales, la Dirección del Servicio Contencioso y del Régimen Sancionador asiste en el ejercicio de sus funciones a los jueces y tribunales de toda índole, si bien destaca la cooperación con el orden jurisdiccional penal, fundamentalmente en procesos relativos a posibles delitos de estafa o apropiación indebida y de uso de información privilegiada.

En el marco de esta colaboración, la suma total de solicitudes tramitadas en 2006 ascendió a la cifra de 68.

Comparecencia de la CNMV ante los órganos jurisdiccionales en 2006 CUADRO 13.5

	Interpuestos	Resueltos
Recursos administrativos	7	7
Alzada	4	3
Reposición	3	3
Recursos contencioso administrativos	11	17
Solicitudes tramitadas		
Colaboración con tribunales	68	

Fuente: CNMV.

13.3 Advertencias sobre entidades no autorizadas

A través de la página web, la CNMV publica advertencias dirigidas a los inversores sobre entidades no registradas que han sido detectadas por este Organismo o por

otros supervisores. En el año 2006 se difundieron las siguientes advertencias (véase anexo IV.5):

- De conformidad con lo establecido en el artículo 64.7 de la LMV, tres advertencias sobre entidades no registradas a las que se les ha incoado expediente administrativo sancionador.
- En virtud de lo dispuesto en el artículo 13 de la LMV, que encomienda a la CNMV velar por la protección de los inversores, promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para la consecución de este fin, ocho advertencias en las que se alerta contra otras tantas entidades.
- Al amparo de la cooperación internacional, 312 comunicaciones procedentes tanto de países europeos como del resto del mundo, que alertan sobre un total de 397 personas no registradas.

14 Coordinación y cooperación en regulación y supervisión

14.1 Relaciones de la CNMV con otros supervisores

Uno de los elementos más característicos de la esfera de la cooperación entre supervisores en los últimos años, tanto en el ámbito nacional como en el internacional, es el énfasis puesto en la coordinación transectorial. Existe en la práctica un consenso generalizado entre los reguladores de los mercados financieros sobre la necesidad de mejorar y reforzar la supervisión de las entidades financieras, en particular de aquellas de una dimensión considerable, con intereses en los distintos sectores financieros y que mantienen actividades en diferentes jurisdicciones. Algunas de las razones que justifican este convencimiento son las siguientes:

- La creciente integración de los mercados financieros y de capitales.
- La actuación transfronteriza de un número mayor de entidades financieras.
- La existencia de conglomerados financieros que ofrecen o comercializan productos o servicios cruzados de banca, valores y seguros.
- La comercialización de productos financieros que combina elementos característicos de banca, valores o seguros.
- La complejidad de los instrumentos financieros que, en una situación extrema, podrían tener consecuencias sistémicas y afectar, en última instancia, a la estabilidad financiera.

Puede identificarse una doble respuesta de los reguladores ante este escenario: una revisión de la estructura funcional o institucional de la supervisión en el ámbito nacional y la coordinación de los supervisores (tanto en el ámbito local como en el transfronterizo) en aquellas materias que cubren aspectos intersectoriales.

En el punto relativo a la cooperación y coordinación transfronteriza de los reguladores con una perspectiva multisectorial, cabe incluir la participación de la CNMV en dos foros internacionales: el Joint Forum, con una vocación global y muy ligado a los países financieramente más desarrollados y, en lo que en cierto modo podría considerarse como una respuesta o versión europea del foro anterior, el denominado Grupo 3L3. En ambos foros la participación de la CNMV y su interrelación con el resto de los supervisores españoles —Banco de España y Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones— es muy activa.

14.1.1 Coordinación con supervisores nacionales

Las competencias para la supervisión del sistema financiero español se reparten entre el Banco de España, la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones y

la CNMV, aparte de las atribuidas a algunas Comunidades Autónomas. La eficacia en el funcionamiento de este modelo exige que exista una adecuada colaboración y coordinación entre los tres organismos supervisores. Con este fin, la CNMV suscribió en 2004 sendos Convenios de Colaboración con el Banco de España y con la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

De acuerdo con lo estipulado en estos Convenios, durante 2006 se tuvo en cuenta en la elaboración del plan de actuaciones las inspecciones previstas por el Banco de España y se informó a este organismo de las inspecciones que la CNMV tenía previsto practicar a entidades de crédito. Con posterioridad, la CNMV informó de los resultados de estas actuaciones, así como de diversos requerimientos remitidos a entidades de crédito, derivados de incidencias detectadas en inspecciones realizadas a sociedades gestoras de IIC.

Por lo que respecta a la colaboración con la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, durante 2006 se informó a este organismo de determinadas incidencias que afectaban a una sociedad gestora de IIC, por si pudieran afectar a los fondos de pensiones que otra sociedad del mismo grupo gestionaba. Asimismo, se pusieron en su conocimiento diversos hechos relacionados con una OPA sobre un valor cotizado que afectaba a fondos de pensiones. Por último, se informó de diversas actuaciones que se estaban desarrollando frente a una entidad que podría haber prestado servicios de inversión sin estar habilitada para ello.

El Comité de Estabilidad Financiera (CESFI)

Los cambios en la naturaleza de los riesgos y la facilidad para su transmisión provocados por la desregulación, liberalización y globalización de los mercados financieros y por la mayor complejidad que se deriva de los avances en la innovación financiera, han hecho modificar el papel que desempeñan las políticas públicas en la promoción de la estabilidad financiera.

Para abordar estos problemas, la supervisión del sistema financiero debe adaptarse buscando nuevas fórmulas e incrementando la coordinación entre las autoridades implicadas, de una u otra forma, en la prevención y gestión de crisis financieras, tanto en el ámbito nacional como en el internacional.

En el ámbito europeo, se han firmado diversos acuerdos en esa búsqueda de nuevas iniciativas. Los más recientes son el “Acuerdo de cooperación multilateral sobre intercambio de información y la supervisión de las actividades de valores” (2004) y el “Acuerdo sobre cooperación entre supervisores bancarios, bancos centrales y ministerios de finanzas de la UE en situaciones de crisis financieras” (2005).

En España, siguiendo las recomendaciones del ECOFIN y en línea con el primero de los dos acuerdos europeos citados, el MEH, el Banco de España, la CNMV y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones firmaron en 2004 un Acuerdo de cooperación e intercambio de información que ha reforzado los mecanismos anteriormente existentes cuyo objetivo principal era fomentar la cooperación entre las mencionadas autoridades en materia de estabilidad financiera y de prevención y gestión de crisis con efectos potencialmente sistémicos.

Los principios en los que se basa este acuerdo son: ausencia de vinculación legal, mutua colaboración, eficiencia, ampliación a otras autoridades en el ejercicio de sus funciones cuando se considere oportuno, complementariedad con otros procedimientos de cooperación presentes o futuros entre autoridades responsables y primacía de la responsabilidad privada.

Dentro de este Acuerdo uno de los elementos principales fue la constitución del CESFI, que se reunió por primera vez en junio de 2006. Los miembros del Comité son el Secretario de Estado de Economía, que lo preside, el Subgobernador del Banco de España, el Vicepresidente de la CNMV, el Director General de Seguros y Fondos de Pensiones y el Director General del Tesoro y Política Financiera a quien corresponde la secretaría del Comité.

El Comité ha establecido un grupo de trabajo permanente que se encarga de la preparación de la documentación para las reuniones y de la coordinación de las actuaciones en materia de prevención de crisis con efectos potencialmente sistémicos. El Comité puede, asimismo, establecer grupos de trabajo *ad hoc* para realizar labores específicas.

Las funciones del Comité son:

- a) Promover el intercambio sistemático de información y de opiniones en los ámbitos de la estabilidad financiera, prevención y gestión de crisis con efectos potencialmente sistémicos, ante la posibilidad de que, en el ejercicio de sus respectivas funciones, los organismos supervisores lleguen a disponer de información que pueda interesar a otra autoridad en dichos ámbitos.
- b) Fomentar el refuerzo de los instrumentos para preservar la estabilidad financiera, prevenir crisis y gestionarlas eficazmente, incluyendo el desarrollo de planes de contingencia y la realización de pruebas de resistencia y ejercicios de simulación.
- c) Mejorar la colaboración en el ámbito de la estabilidad financiera y la prevención y gestión de crisis con efectos potencialmente sistémicos con otras autoridades de la UE.

El CESFI abordará, como materias regulares de discusión, la evaluación de la estabilidad financiera en España, los aspectos de regulación, el funcionamiento práctico de los acuerdos de cooperación entre supervisores y el análisis *a posteriori* de las experiencias relevantes de los participantes en materia de crisis financieras de cualquier tipo. Analizará los resultados de los ejercicios de simulación y pruebas de resistencia, extrayendo las conclusiones pertinentes de los mismos. Asimismo, se reunirá para la gestión de eventuales crisis financieras con efectos potencialmente sistémicos.

En lo que se refiere a la transparencia hay que señalar que como principio general de funcionamiento, todos los documentos y comunicaciones relacionados con el Comité tendrán carácter confidencial, dado que su publicidad podría ser perjudicial para la propia estabilidad de entidades individuales o del sistema en su conjunto. No obstante, el Comité considera esencial dar transparencia a sus actividades. Es importante que el público en general, así

como las entidades supervisadas, conozcan las actividades del Comité, ya que así se contribuirá a mejorar la cultura de la estabilidad financiera en España y además se facilitará la relación del Comité con terceros interesados que puedan contribuir a sus reflexiones.

14.1.2 Cooperación con supervisores internacionales

Cooperación en materia de investigación

La Dirección del Servicio Contencioso y del Régimen Sancionador de la CNMV canaliza las peticiones de cooperación cursadas, o que se deben remitir a otros supervisores, para la investigación de determinadas prácticas contrarias a la normativa de los mercados de valores. Durante 2006, se dio curso a 39 solicitudes de colaboración dirigidas por la CNMV a reguladores extranjeros (mismo número que en el año 2005) y se tramitaron 46 solicitudes remitidas a la CNMV (38 en el año 2005).

Aproximadamente la mitad de las solicitudes de colaboración, tanto recibidas como remitidas, durante el año 2006 correspondieron a asuntos relacionados con la investigación de prácticas de abuso de mercado, mientras que la otra mitad versaron sobre investigaciones relativas a actividades realizadas en el mercado de valores sin la preceptiva habilitación.

Acuerdos con otros reguladores

La CNMV forma parte, desde el año 2003, del Acuerdo Multilateral de Cooperación e Intercambio de Información del IOSCO y durante el ejercicio 2006 este acuerdo ha sido firmado por organismos supervisores de seis países: Malta, Dinamarca, Dubai, Israel, Nigeria y Noruega. Con estos nuevos firmantes el número de suscriptores del acuerdo a finales de 2006 ascendía a 35¹.

14.2 Grupos de trabajo internacionales sobre regulación y supervisión de los mercados de valores

La participación en los foros internacionales de regulación constituyó de nuevo una de las principales prioridades de la CNMV. En el ámbito europeo, la CNMV mantuvo una intensa participación en el CESR, que asesora a la Comisión Europea en sus proyectos de armonización legislativa y promueve una mayor aproximación de las prácticas supervisoras. A nivel mundial, la CNMV continuó participando activamente en las distintas instancias organizativas y grupos de trabajo del IOSCO. Asimismo, la CNMV ha seguido potenciando la cooperación con otros reguladores, especialmente con los de Iberoamérica, a través de diversos canales entre los que destaca el Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores.

1. Además de los seis citados hay 9 del año 2002 (Australia, EEUU CFTC, EEUU SEC, Francia, Grecia, Ontario, Portugal, Quebec y Turquía), 15 del 2003 (Alberta, Alemania, British Columbia, España, Hong Kong, Hungría, India, Italia, Jersey, Lituania, Méjico, Nueva Zelanda, Polonia, Reino Unido y Sudáfrica), 2 del 2004 (Eslovaquia y Sri Lanka) y 3 del 2005 (Bélgica, Isla de Man y Singapur).

Asistencia a reuniones internacionales y asistencias técnicas

CUADRO 14.1

	Número de reuniones	
	2005	2006
CESR	126	73
IOSCO	43	59
Unión Europea	36	26
OCDE	9	7
Otros foros	31	34
Total	245	199
Misiones de asistencia técnica	5	4

Fuente: CNMV.

La regulación y supervisión de los mercados de valores
Coordinación y cooperación en regulación y supervisión

14.2.1 Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR)

Como era previsible, 2006 ha marcado en la UE el fin de una época de desarrollo legislativo derivado del Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF) y el inicio de otra caracterizada por la aplicación coordinada de ese marco normativo. Por tanto, la principal característica de la actividad en 2006 del CESR, que agrupa a los supervisores de los mercados de valores de la UE, ha sido la transformación de su foco principal de actividad. Ello es un reflejo del cambio de ciclo en materia de servicios financieros en la UE, que fue cristalizado en el Libro Blanco sobre los Servicios Financieros de finales de 2005, en el que se anunciaba un estancamiento legislativo comunitario y se abogaba por un esfuerzo en la convergencia supervisora.

Si bien en años anteriores la actividad del CESR se centró en su papel como Comité Asesor de la Comisión Europea, especialmente para materias legislativas, en 2006 el rumbo del CESR comenzó a virar hacia la cooperación y las tareas operativas vinculadas con la aplicación de la regulación europea. Basta observar cómo en 2005 se emitieron desde el CESR 9 informes de asesoramiento a la Comisión Europea o a otras instituciones de la Unión respecto a la nueva regulación financiera o la interpretación de la ya existente, frente a sólo 2 informes en 2006.

Este descenso en la actividad del CESR ligada a la legislación financiera es parejo al incremento de su papel en la aplicación coordinada y convergente de dicha legislación. Así, se han desarrollado cambios, que se detallan más adelante, en la forma de actuar del CESR (mecanismo de mediación), en la fijación de prioridades internas (programa de trabajo) y recursos (tecnologías de la información) o en su relación con otras instituciones y organizaciones (coordinación con los demás comités de nivel 3).

14.2.2 Grupos permanentes de trabajo del CESR

El CESR cuenta con 3 grupos permanentes: comités integrados por todos los países miembros del CESR que desarrollan funciones de detección de inconsistencias y mejores prácticas, asesoramiento o coordinación entre miembros del CESR.

CESR-Fin

Es el comité permanente encargado de materias de información financiera de los emisores de valores. Durante 2006 el CESR-Fin centró sus esfuerzos en la aplicación

convergente de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). Elemento fundamental de esta línea de trabajo fue la continuación de la elaboración de criterios comunes de aplicación de las NIIF por parte de los miembros del CESR. El subgrupo del CESR-Fin encargado de este trabajo es el llamado EECS (European Enforcers Coordination Sessions), que analiza decisiones reales de aplicación de las NIIF por comisiones de valores y otras instituciones con competencias en la materia (en casos dudosos o complejos) y adopta criterios comunes que puedan servir de indicación a otros miembros del CESR.

La CNMV ha contribuido de forma muy significativa durante 2006 al número de casos analizados por el EECS, que está actualmente desarrollando una *web* pública en la que dichos casos, en términos anónimos, podrán consultarse por el público interesado.

CESR-Pol

El segundo de los grupos permanentes está encargado de la cooperación entre miembros del CESR en materia de intercambio de información e investigaciones transfronterizas. El CESR-Pol ha prestado también una especial atención, en los últimos años, a luchar contra el abuso de mercado.

En su afán por mejorar la coordinación y la cultura común entre los supervisores de valores en materia de seguimiento de mercados y prevención del abuso de mercado, el CESR-Pol creó en 2006 un subgrupo, Grupo de Vigilancia e Inteligencia de Mercados, que servirá de foro de intercambio de experiencias y técnicas de seguimiento de mercados y de prevención del abuso de mercado.

Uno de los hitos del trabajo del CESR-Pol durante 2006 fue la publicación en el mes de noviembre de un documento a consulta en el que se planteaban guías de actuación y criterios comunes en materia de aplicación de la Directiva de Abuso de Mercado (documento CESR/06-562). En este documento se plantean, entre otros criterios propuestos de forma consensuada por los miembros del CESR, elementos tales como la definición de información relevante, en qué casos es legítimo no difundirla y en qué casos las órdenes de clientes pueden constituir información relevante.

Review Panel

La función del *Review Panel* es analizar de forma comparada el grado de aplicación en cada país de las medidas de nivel 3 (estándares, guías y recomendaciones) emitidas por el CESR. Asimismo, el *Review Panel* tiene como misión detectar aplicaciones divergentes de la normativa comunitaria o de las propias medidas acordadas en el CESR que pudiesen distorsionar el mercado único o entorpecer la coordinación de la supervisión. Este mecanismo se enmarca en las medidas de presión entre homólogos (*peer pressure*), que son un elemento básico de la convergencia supervisora.

Durante 2006 se han revisado dos áreas por parte del *Review Panel*: por un lado, se evaluó el grado de seguimiento de las guías del CESR en materia de UCITS y, por otro, en qué medida los miembros del CESR aplicaban correctamente el Estándar n.º 1 sobre revisión de la información financiera de emisores. Los resultados de ambos estudios pueden consultarse en la *web* del CESR (www.cesr.eu).

14.2.3 Actuaciones del CESR en medidas del nivel 3 y asesoramiento a la Comisión Europea

Transparencia

Uno de los dos informes provenientes de mandatos de la Comisión Europea que el CESR finalizó en 2006 es el relativo a las medidas de implantación de la Directiva de Transparencia.

La Directiva de Transparencia, como es sabido, requiere que cada país cuente con al menos un sistema designado oficialmente (Officially Appointed Mechanism, OAM) para el almacenamiento y consulta de la información que la propia Directiva exige a los emisores de valores (informes financieros, hechos relevantes, etc.) El CESR asesoró a la Comisión Europea en tres materias relacionadas con los OAM:

- Los niveles mínimos de calidad para el almacenamiento de información regulada.
- La interoperabilidad y conexión a escala de la Unión entre los OAM.
- Costes y financiación de la red europea de OAM.

El resultado del asesoramiento (documento CESR/06-292) es una serie de estándares técnicos de calidad y una propuesta de arquitectura para desarrollar la interconexión entre los sistemas nacionales que permita que un inversor pueda acceder al sistema que alberga la información regulada de cualquier emisor de valores europeos.

Agencias de *rating*: mandato de la COM para evaluar el cumplimiento del código de conducta IOSCO

Durante 2006, la Comisión Europea pidió al CESR que evaluase el grado de implantación en las agencias de *rating* del código de conducta IOSCO. Dicho código, elaborado por la Organización Internacional de Comisiones de Valores, establece una serie de recomendaciones detalladas a las agencias de *rating* para evitar los conflictos de interés y asegurar la integridad del proceso de calificación crediticia. La Comisión Europea decidió en 2005 que el código IOSCO era un baremo adecuado en la medida en que las agencias lo adoptasen (o explicasen las razones por las que no lo aplican) y emplazó al CESR a mediados del 2006 a evaluar su aplicación. En enero de 2007 el CESR completó su evaluación (documento CESR/06-545) y concluyó que las agencias con actividad relevante en Europa habían adoptado la práctica totalidad de las recomendaciones del código IOSCO, señalando, no obstante, algunas áreas específicas susceptibles de mejora.

MiFID

Tras la aprobación de la Directiva y el Reglamento de nivel 2, de desarrollo de la MiFID en agosto de 2006, el CESR inició uno de sus proyectos más relevantes, que se prolongará durante 2007: el desarrollo de estándares orientativos (nivel 3) para la aplicación coordinada de las medidas legislativas europeas (niveles 1 y 2). Para ello, constituyó un grupo especial de trabajo encargado de la MiFID y dos subgrupos que abordan las cuestiones de mercados y las de intermediarios. Los primeros trabajos

ya han sido sometidos a consulta pública a principios de 2007 y se han priorizado los desarrollos ligados a ejecución óptima de órdenes, pasaporte de empresas de servicios de inversión, mantenimiento de registros y definición de incentivos recibidos o pagados por los prestadores de servicios de inversión. Asimismo, se han iniciado las actuaciones en materia de cálculos necesarios para la aplicación de la MiFID (como el tamaño de bloques) o en materia de consolidación (integración) de la pre- y post-transparencia en la información que esta Directiva impone.

Nuevos instrumentos para la convergencia supervisora

Como se ha mencionado en la introducción de este capítulo, el CESR inició una etapa en 2006 marcada por el énfasis en la convergencia de la supervisión. Dos medidas destacan por su novedad y su trascendencia:

Mecanismo de mediación

El CESR constituyó en 2005 un grupo de trabajo, presidido por el Presidente de la CNMV, que desembocó en la aprobación en agosto de 2006 de un mecanismo de mediación (documento CESR/06-286b) que se concibe como un método extrajudicial de resolución de discrepancias o disputas bilaterales entre comisiones de valores miembros del CESR. Dicho mecanismo no es vinculante en su resultado, pero supone un importante elemento de persuasión moral tendente a encontrar soluciones a problemas de interpretación de la legislación comunitaria o de cooperación entre comisiones de valores. El mecanismo contiene un protocolo de mediación que fue incorporado a los estatutos del CESR y con el que se han comprometido todos sus miembros. Se contemplan dos modalidades de mediación: mediante un panel de expertos que emite una recomendación o a través de los oficios de un mediador designado de mutuo acuerdo entre las partes.

Intercambio de personal y formación común

Formando parte de las conclusiones del denominado Informe Franq —englobado en la actuación del Comité de Servicios Financieros (FSC)—, el CESR exploró otra serie de mecanismos encaminados a fomentar la convergencia supervisora, en este caso en la vertiente de la formación de una cultura supervisora común. En concreto, se identificaron dos líneas de avance: el intercambio de personal entre comisiones de valores y la celebración de programas de formación conjunta entre personal técnico de distintas comisiones. Ambos aspectos han sido desarrollados y se esperan propuestas concretas durante 2007.

CESR-Tech

Durante el año 2006 resultó evidente que varios de los requisitos legales introducidos por algunas Directivas europeas exigían un componente significativo de desarrollo de sistemas de información. El CESR, dentro de su nuevo papel más orientado a los aspectos operativos que a los de regulación, creó un grupo de trabajo denominado CESR-Tech para coordinar todos los aspectos que conectan con el desarrollo y mantenimiento de sistemas de información comunes ligados a los supervisores de valores a escala de la UE. El más relevante (o al menos el más inmediato) de ellos es el sistema de informe de operaciones que la MiFID prevé

en su artículo 25. Dicho sistema tendrá que permitir que las autoridades competentes del mercado más líquido de cada valor reciban informes de las transacciones que, sobre dichos valores, se han producido en plataformas de negociación de otros países.

3L3

En noviembre de 2005 se firmó un protocolo conjunto entre los tres comités de nivel 3 (3L3, integrado por el CEBS, el CESR y el CEIOPS) para coordinar su actividad en aquellas cuestiones de interés común y especialmente en la regulación y supervisión de entidades con presencia en los tres mercados (banca, valores y seguros). Durante 2006 se ha avanzado en la implementación del mencionado protocolo y se han realizado varios trabajos conjuntos, entre los que destacan: el desarrollo de criterios de aplicación de la normativa comunitaria (MiFID nivel 2) sobre externalización de servicios y organización interna de las entidades y la homogeneización de requisitos de información (para evitar su duplicidad) por parte de los distintos supervisores. Asimismo se ha iniciado un estudio, con vistas a un posterior asesoramiento a la Comisión Europea, sobre la comercialización a clientes minoristas de productos financieros sustitutos, por ejemplo *unit-links* y fondos de inversión.

Otras líneas de trabajo

La entrada en vigor en 2005 de un nuevo régimen común de folletos en la UE había generado preguntas y dudas de interpretación entre los participantes del mercado. Dentro de la actividad del CESR en nivel 3 (acuerdos entre comisiones de valores no vinculantes legalmente para la aplicación coordinada de la legislación europea), se elaboró en julio de 2006 una guía práctica (documento CESR/06-296d) en formato de pregunta/respuesta, cuyo objetivo era aclarar varias cuestiones prácticas de interés en materia de folletos de emisión.

En materia de inversión colectiva, destacan dos líneas de trabajo: el asesoramiento a la Comisión Europea sobre activos elegibles (enero 2006, CESR/06-006) en los que pueden invertir las UCITS y los criterios sobre notificaciones de UCITS entre autoridades (junio 2006, CESR/06-301).

El CESR desarrolló también en 2006, mediante un grupo de trabajo denominado ECONET, aspectos relativos al análisis económico de los mercados de valores en una doble perspectiva: análisis de las tendencias del mercado y, sobre todo, desarrollo de una metodología de análisis de impacto de las medidas legislativas sobre los mercados de valores o sus participantes. El resultado de esta segunda línea de trabajo ha sido una metodología de análisis de impacto que será probablemente publicada en 2007.

14.2.4 Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO)

La CNMV se ha incorporado al Comité Ejecutivo de la IOSCO en las elecciones que, con carácter bianual, se celebraron en junio de 2006. El Comité Ejecutivo de la IOSCO es, de acuerdo con los Estatutos de la Organización, el órgano que tiene encomendadas la toma de todas las decisiones y al que corresponde emprender todas las acciones necesarias o convenientes para el logro de los objetivos de la Organización.

El Comité Ejecutivo está compuesto por 19 miembros, 8 de ellos elegidos por los cuatro Comités Regionales existentes (el Continente Americano; África-Oriente Medio; Asia-Pacífico y Europa), otros 9 miembros son elegidos por los actuales 108 miembros ordinarios que representan a los reguladores o supervisores de cada jurisdicción más los presidentes de los Comités Técnico y de Mercados Emergentes. El presidente de este Comité es elegido entre uno de sus miembros.

El trabajo realizado por el Comité Técnico de la IOSCO en 2006 ha consistido, principalmente, en el desarrollo de un significativo número de recomendaciones que fueron identificadas en el informe denominado “Fortalecimiento de los mercados de capitales frente al fraude financiero”, publicado en 2005 y conocido como *Informe Parmalat*.

Aunque el citado informe fue la consecuencia del análisis de las deficiencias identificadas en la crisis corporativa de Parmalat, el informe analizaba también otras crisis corporativas recientes que convulsionaron los mercados financieros y la confianza de los inversores. El informe identificaba un determinado número de áreas críticas que requerían, por tanto, reforzar aspectos técnicos y reguladores en las tareas encomendadas a los supervisores y reguladores de valores que eviten o minimicen otras posibles crisis.

Lo anterior motivó la creación de varios grupos de trabajo especializado, entre los que destacan: el grupo especializado sobre gobierno corporativo, en coordinación con la OCDE, cuyo objeto de trabajo ha versado, en una primera fase, en la independencia de los consejos de administración en las sociedades cotizadas y, en una segunda fase, prevé desarrollar un nuevo trabajo sobre protección de los accionistas minoritarios y un grupo de trabajo sobre calidad e independencia de las firmas de auditoría que ha centrado, inicialmente, su trabajo en la prestación de otros servicios suministrados distintos a los específicos de auditoría (Non-Audit Services).

También se ha reeditado el Grupo de Trabajo sobre Agencias de Calificación de riesgos (CRA) con el objetivo de verificar la implantación, en los códigos internos de las agencias de calificación de riesgos, de los principios recogidos en el código de conducta, para las agencias de calificación de riesgos, elaborado por la IOSCO.

Los principales trabajos elaborados y sometidos en una primera etapa a consulta pública en 2006 respecto a las áreas identificadas en el citado informe han versado sobre:

- Las respuestas al cuestionario sobre los requerimientos de Control Interno de los Emisores de Valores, en el que han participado 43 países, y que describe los actuales requerimientos de control interno en estas jurisdicciones.
- El documento sobre independencia de los consejos de administración en las sociedades cotizadas que recoge de forma descriptiva las reglas sobre independencia de los consejos de administración aplicables en los mercados de valores de los distintos países.
- Las respuestas a un cuestionario sobre la regulación de servicios prestados por las firmas distintos a los propios de auditoría y su implicación en la independencia de los auditores.

Otro trabajo de interés desarrollado por la IOSCO, con el conocimiento y aquiescencia del Foro de Estabilidad Financiera, ha consistido en el establecimiento de un

diálogo confidencial con aquellas jurisdicciones, con un papel significativo en transacciones internacionales, con las que miembros de la IOSCO han tenido experiencias negativas en el ámbito de la cooperación. El objetivo de esta iniciativa llevada a cabo este año con un determinado número de jurisdicciones ha sido, mediante asistencia técnica, la identificación de aspectos legislativos que impiden a estas jurisdicciones el intercambio de información necesaria para el cumplimiento de las tareas encomendadas a los reguladores de persecución de conductas irregulares en los mercados.

Es conveniente destacar la importancia de la implantación de los principios de la IOSCO toda vez que el cumplimiento de los principios de la IOSCO es analizado y valorado por el Fondo Monetario Internacional en el marco de los Programas de evaluación de los sistemas financieros (FSAP).

En cuanto a los trabajos desarrollados por los grupos permanentes (*standing committees*), dependientes del Comité Técnico, conviene destacar las actividades y documentos que se relacionan a continuación, en las que la CNMV, como miembro de este Comité, participa de forma de forma activa.

Contabilidad, auditoría y difusión de información (Standing Committee 1)

Fijación de normas contables

En este ámbito, el aspecto más significativo ha sido la puesta en marcha de una base de datos, centralizada en la Secretaría General de la IOSCO e interactiva entre sus miembros, que permitirá el intercambio de experiencias sobre interpretación y aplicación de las NIIF. Esta base de datos es similar en su formato y contenidos a la desarrollada por el Comité Europeo de Reguladores de Valores para los miembros de la UE.

Folleto de renta fija

Finalmente, la IOSCO acordó la aprobación del documento que recoge los principios respecto al folleto de renta fija, en ofertas transfronterizas y de admisión de valores de renta fija (*Debt Disclosure Principles*).

Normas de auditoría

Las actividades más relevantes del grupo de trabajo, en este ámbito, han consistido en:

- El seguimiento de la actividad y desarrollo de nuevas normas internacionales de auditoría (ISA) emitidas por el International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB), dentro de su *Clarity Project* con el objeto de dar una mayor claridad y homogeneidad a dichas normas.
- Evaluación y posible aprobación por la IOSCO de las normas internacionales de auditoría.
- Seguimiento de la actividad del Comité de Ética del IFAC (IESBA) cuyo proyecto más significativo consiste en mejorar los requisitos de independencia del

Código de Ética del IFAC. El proyecto del IESBA trata numerosos temas tales como la rotación de los auditores y los periodos de *cooling-off*, compensación a los socios, servicios de no-auditoría, valoraciones, sistemas de tecnología de la información, servicios de *corporate finance*, etc.

Otro tema relevante en el ámbito de la auditoría ha sido la constitución de una nueva organización internacional denominada Foro Internacional de Supervisores de Auditoría (IFIAR: International Forum of Independent Audit Regulators) constituida oficialmente en septiembre de 2006 en París por 18 países. Por parte de España se ha incorporado como miembro el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (ICAC). Los objetivos de esta organización consisten en compartir el conocimiento del mercado de la auditoría y experiencias prácticas en la supervisión de la actividad reguladora de los auditores, promover la colaboración en la supervisión y proporcionar un mecanismo para contactar con otras organizaciones internacionales que tengan un interés en la calidad de la auditoría.

Mercados secundarios (Standing Committee 2)

Sobre esta materia, destaca la publicación de un documento denominado *Cuestiones reguladoras surgidas de la evolución de las bolsas de valores*. El informe revisa aspectos de regulación que podrían surgir con la desmutualización de las bolsas y su conversión en entidades con fines lucrativos y de alguna manera completa el análisis sobre la desmutualización, iniciado con la publicación en junio de 2001 del informe denominado *Issues paper on exchange demutualization*.

Intermediarios (Standing Committee 3)

De este grupo destaca la publicación del documento denominado *La función de cumplimiento normativo por los intermediarios del mercado*. El documento establece un número de principios para los intermediarios, complementarios a los existentes, junto a medidas para su implantación con el fin de ayudar a los intermediarios del mercado en la mejora de la función del cumplimiento normativo.

Inspección e intercambio de información (Standing Committee 4)

Como consecuencia del plazo límite de 2010, establecido por la organización para que todos sus miembros hayan pasado el proceso para ser signatarios del Acuerdo Multilateral sobre Consulta, Cooperación e Intercambio de Información, IOSCO Multilateral MOU, este grupo de trabajo ha intensificado significativamente el trabajo de verificación de un gran número de solicitudes de adhesión al acuerdo.

Asimismo, la incorporación de nuevos miembros a la Organización exige también el cumplimiento de los requisitos previstos en el acuerdo en materia de cooperación e intercambio de información, lo que ha supuesto un incremento del trabajo previsto.

Instituciones de inversión colectiva (Standing Committee 5)

En el ámbito de los trabajos desarrollados por este grupo destaca la publicación de los siguientes documentos:

Principios de gobierno de las instituciones de inversión colectiva. Documento que detalla las diferentes estructuras legales que pueden adoptar las IIC, diferenciando entre dos modelos, el contractual y el societario. Se analiza la estructura y operativa de las diferentes IIC (y gestoras de IIC) así como la revisión de su actividad por una entidad “independiente” (depositario, auditor, etc.) En una segunda parte del informe se abordan aspectos relativos a los criterios de independencia, facultades y funciones de las entidades de supervisión independientes, y aspectos fundamentales de gobierno de las instituciones de inversión colectiva como el concepto de la independencia (definición y características esenciales).

El entorno regulador de los fondos de inversión alternativa (hedge funds). Actualiza el trabajo desarrollado en 2003 sobre Cuestiones sobre regulación y sobre protección del inversor surgidas de la participación de los inversores minoritarios en *hedge funds* (*Regulatory and investor protection issues arising from the participation by retail investors in [funds-of] hedge funds*), bien como consecuencia de los desarrollos legislativos sobre esta materia, realizados por sus distintos miembros o bien relacionado con la participación del inversor minoritario en *hedge funds*.

El grupo ha iniciado, también en 2006, un nuevo trabajo sobre valoración y administración de los fondos de inversión alternativa.

El grupo ha iniciado también en 2006 un trabajo, actualmente en fase de consulta pública, sobre Acuerdos de Comisiones en Especie (Soft Commissions Arrangements). El documento identifica y valora las materias clave de preocupación para los reguladores o supervisores de valores y analiza los posibles conflictos de interés que pueden surgir de estos acuerdos.

Fundación Consejo Internacional de Supervisión Pública (PIOB) de estándares de auditoría, ética profesional y materias relacionadas

El Public Interest Oversight Board, PIOB en sus siglas inglesas, se constituyó en España en 2005 al amparo de la legislación española sobre fundaciones donde, desde entonces, se ubica la sede de la Secretaría General.

El PIOB es un consejo de notables con amplia experiencia en materia de auditoría y cuyo fin es el de velar por la integridad del proceso de elaboración de normas internacionales de auditoría en los ámbitos técnico, ético y educativo que elaboran tres comités (IAASB, IAESB y IESBA) dependientes de la Federación Internacional de Auditores (IFAC). El PIOB es por tanto una organización establecida para vigilar y determinar en qué medida los órganos, miembros del IFAC, cumplen sus obligaciones, incluyendo el cumplimiento y la aplicación de las normas antes mencionadas.

En 2006 fue publicado el primer informe del PIOB en el cual se destacan las principales actividades realizadas desde su creación: la organización y ejecución de un programa de supervisión comprensiva y activa respecto a las actividades de interés público suscritas con el IFAC; el establecimiento físico y la constitución legal de la organización al amparo de la legislación española; la promoción ante distintos foros públicos de la existencia del PIOB y también el establecimiento de estrechos vínculos con otras autoridades relevantes en estas materias.

De igual modo, el informe del PIOB destaca dos importantes razones relativas a la creación del PIOB y a las tareas que se le habían encomendado: la primera, respecto a que la supervisión independiente del proceso, mediante el cual se crean estas

normas, contribuye de manera importante a restaurar la confianza del público en general en la calidad de los informes financieros que llegan a los mercados de capitales, y la segunda, que una mayor adopción y aplicación de estas normas internacionales a escala mundial permitirá promover la estabilidad financiera nacional e internacional.

14.2.5 Otros foros Internacionales

En 2006 la CNMV participó activamente en diferentes foros internacionales, contribuyendo igualmente en la realización de distintos proyectos. A continuación, se describe brevemente el ámbito de dicha participación así como la contribución realizada por la CNMV, señalándose aquellos documentos o informes elaborados o en fase de elaboración en 2006.

Joint Forum

La CNMV es miembro fundador de este foro internacional que agrupa a los reguladores de los tres sectores financieros: banca, valores y seguros, con el objetivo de estudiar la actividad de los conglomerados financieros y su potencial influencia en la estabilidad financiera desde una perspectiva intersectorial y transfronteriza. Asimismo, con el objetivo anterior, el Joint Forum, a través de grupos de trabajo, elabora informes basados en mandatos recibidos bien por los Parent Committees —Comité de Basilea, IOSCO e IAIS— o por el Foro de Estabilidad Financiera. Las actuaciones más relevantes del año 2006 han sido las siguientes:

- a) En mayo de 2006 se publicó el informe *Diferencias en regulación y de mercado —Regulatory and Market Differences—* en el que se identifican y explican las diferencias de regulación en el contexto de la convergencia de las prácticas de mercado de los conglomerados financieros. El grupo de trabajo y el documento subsiguiente se centraron en los aspectos reguladores relativos a la respuesta de la regulación a la gestión del riesgo. La principal conclusión del informe señala que las diferencias existentes plantean desafíos tanto para los conglomerados financieros como para los reguladores en relación con la evaluación y gestión de las concentraciones de riesgo, así como en las transferencias de riesgo intergrupo.
- b) Igualmente en mayo de 2006 se publicó el informe *Gestión del riesgo de liquidez en los grupos financieros —The Management of Liquidity Risk in Financial Groups—*, que presenta las conclusiones del grupo de trabajo sobre las prácticas de los conglomerados financieros en la gestión del riesgo de liquidez. El informe, entre otros aspectos, analiza las siguientes cuestiones: la gestión del riesgo de liquidez de los conglomerados financieros a través de diferentes jurisdicciones, sectores y filiales, el impacto en la gestión de la liquidez de la regulación y de los supervisores y la escala de los *shocks* de liquidez y las medidas que las entidades tienen implementadas para afrontarlas.
- c) En agosto de 2006, en respuesta a un requerimiento del Foro de Estabilidad Financiera, se publicó el informe *Principios de alto nivel sobre continuidad del negocio —High Level Principles for Business Continuity—*, en el que se señalan siete principios generales en los que puede basarse la actuación de los reguladores y las entidades financieras en la gestión de la continuidad del negocio. El informe incluye, asimismo, el análisis de distintos casos prácticos así como las

lecciones aprendidas de los mismos. Por último, hay que mencionar que la CNMV ha contribuido, junto con el FMI, en la traducción al español del mencionado documento.

De igual modo, a lo largo de 2006 el Joint Forum ha continuado trabajando en nuevos mandatos que tendrán su previsible finalización a lo largo de 2007. Conviene destacar en este sentido el grupo de trabajo sobre prácticas de la industria y de los reguladores en la comercialización de productos financieros a inversores minoristas y el grupo de trabajo sobre concentración de riesgos y su gestión por parte de las entidades financieras. La CNMV participa activamente en ambos grupos en coordinación, cuando así se requiere, con los otros reguladores españoles: Banco de España y Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

14.3 Cooperación con Iberoamérica

Durante 2006, se mantuvo la asistencia técnica bilateral a los reguladores iberoamericanos, mediante la resolución de consultas técnicas, la atención de visitantes o mediante la asesoría de algunos de los técnicos de la CNMV que se han trasladado a países del área para analizar *in situ* diversas situaciones y elaborar propuestas, entre las que destaca el proyecto realizado en Colombia sobre regulación y supervisión de normas de conducta de intermediarios financieros.

La CNMV ha seguido colaborando, como en años anteriores, en la aplicación del Plan Estratégico del IOSCO de evaluación del cumplimiento de sus Objetivos y Principios a nivel mundial, pero con un énfasis especial en los países iberoamericanos. En 2006, un experto de la CNMV participó en las misiones de la IOSCO para la evaluación de Uruguay y Perú, así como en la realizada en Costa Rica en coordinación con First Initiative (Banco Mundial) en el ámbito del MMOU de la IOSCO.

Asimismo, la CNMV asistió, en calidad de observador, a reuniones del Consejo de Autoridades Regulatorias de Valores de las Américas (COSRA) en las que se debatieron temas de interés común. Tras la modificación de estatutos del COSRA en 2006, se abre la puerta a la incorporación de la CNMV a dicha organización como miembro asociado.

Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores

Si bien se trata de una institución con personalidad jurídica propia y completa independencia funcional, la colaboración entre la CNMV y la Fundación Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (IIMV) es muy estrecha y coincidente en sus objetivos. Por ello, se resumen aquí algunas de las actividades desarrolladas por el Instituto en materia de mercados de valores.

Durante el año 2006, en cumplimiento de sus fines, el IIMV ha realizado diversas actuaciones con el objetivo de impulsar el progreso y la modernización de los mercados de valores en Iberoamérica, a través de la mejora del conocimiento de la estructura y el marco jurídico y el fomento de una mayor cooperación entre los organismos encargados de su supervisión y regulación.

En este sentido, el Instituto ha promovido y realizado once actividades de formación y de difusión en las que se han analizado áreas de interés común en Iberoamérica, como son:

- La protección del inversor, tanto desde la perspectiva de la información como de la formación de los inversores.
- El marco normativo y estándares internacionales de las entidades depositarias y custodias de los mercados de valores, así como la organización institucional de la compensación y liquidación, el préstamo de valores y las funciones de las cámaras de contrapartida central.
- El control y la supervisión de los mercados de productos y de derivados, así como los nuevos segmentos de negociación.
- La difusión del estándar XBRL, lenguaje informático que permite comparar información de ámbito financiero y empresarial de diferentes fuentes y formatos, reduciendo el riesgo de entrada manual de datos y facilitando su análisis.
- Los procesos y actuaciones de vigilancia, inspección y sanción de entidades.
- El desarrollo de la inversión colectiva en Iberoamérica.
- En el ámbito tecnológico, la seguridad de los sistemas de información, así como el desarrollo de nuevas aplicaciones y herramientas de difusión de información.

En estas once actividades presenciales han tomado parte 212 funcionarios iberoamericanos de comisiones de valores pertenecientes a 19 países, en las que hay que destacar la especial ayuda recibida por parte de la Agencia Española de Cooperación Internacional (AECI) en las acciones formativas organizadas en los Centros de Formación de Guatemala, Colombia y Bolivia.

En el ámbito de la cooperación, el IIMV ha elaborado y publicado el *Estudio comparativo de la industria de inversión colectiva en Iberoamérica*. Se trata de una obra colectiva, realizada gracias a la colaboración y el esfuerzo de los funcionarios de los quince organismos supervisores y de organizaciones representativas del sector que han tomado parte en el proyecto, en la que se analiza² el funcionamiento así como los factores determinantes del desarrollo de las instituciones de inversión colectiva de la región, tales como la realidad económica del país, el papel que juegan las cargas fiscales o las prácticas establecidas en la comercialización de los fondos, entre otros muchos elementos. Además el estudio cuenta con una base estadística que facilita la comprensión de la dimensión y estructura del sector en Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, España, Honduras, México, Panamá, Perú, Portugal y Venezuela, e incluye cuadros comparativos que recogen las principales características legislativas de cada uno de los países analizados.

2. Los temas tratados, por grandes bloques, son: la organización institucional de la industria y de su supervisión, las políticas de inversión de las IIC, la fiscalidad, el prospecto o documento de oferta, el suministro de información y la comercialización de las IIC.

V CNMV: aspectos organizativos, económicos e institucionales

15 Organización

Como se señala en el capítulo 12, en 2006 la Dirección de Inversores ha dejado de estar adscrita a la Dirección General de Mercados, no registrándose otros cambios ni en la estructura ni en la titularidad de las Direcciones de la CNMV¹. Otros cambios organizativos de menor relieve han sido la creación de la Subdirección de Recursos Humanos en la Secretaría General y de la Subdirección de Información y Educación del Inversor en la Dirección de Inversores.

La CNMV ha continuado en su esfuerzo por dotarse de mayores y mejores medios para el desarrollo de sus misiones. Con el traslado del Consejo y todas las Direcciones Generales a las nuevas instalaciones de Serrano 47 ha culminado la primera fase del plan de reordenación de los espacios de la CNMV, que continuará en 2007 con la reforma de la vieja sede de Castellana 19.

15.1 Recursos humanos

En este ejercicio se ha puesto en marcha un conjunto de actuaciones en esta materia. La principal ha sido la creación, dentro de la Secretaría General, del Departamento de Recursos Humanos. Se han realizado acciones específicas en materia de formación y la persona responsable del departamento está participando en la *task force* constituida en el CESR para facilitar el intercambio de recursos humanos entre supervisores de la Unión Europea.

Plantilla de la CNMV. Composición por categorías profesionales CUADRO 15.1

Número de empleados a 31 de diciembre		
	2005	2006
Servicios	9	10
Administrativos/operadores informáticos	64	65
Técnicos	275	271
Dirección	21	21
Total	369	367

Fuente: CNMV.

¹ Ya con fecha 1 de marzo de 2007, el Consejo acordó el nombramiento de nuevos directores en las Direcciones de Mercados Secundarios, Inversores, Relaciones Internacionales y Supervisión. En el organigrama del anexo organizativo figuran los nuevos titulares de dichas direcciones.

Distribución del personal entre las Direcciones de la CNMV

CUADRO 15.2

Número de empleados a 31 de diciembre		
	2005	2006
Direcciones Generales	256	251
Entidades	118	113
Mercados e inversores	98	98
Servicio jurídico	40	40
Otras direcciones	99	100
Consejo	14	16
Total	369	367

Fuente: CNMV

A finales de 2006, la CNMV contaba con una plantilla de 367 empleados, por lo que la misma se mantiene estable desde el año anterior, ejercicio en el que se registró un crecimiento del número de empleados del 16%. Este hecho se ha debido a que el número de incorporaciones por convocatorias para personal en la CNMV fue relativamente reducido, siendo ligeramente superado con las bajas producidas durante el ejercicio.

15.2 Sistemas de información

La actuación de la CNMV durante 2006, en cuanto a los sistemas de información, ha estado enfocada a potenciar su administración electrónica y a la renovación tecnológica del equipamiento.

En virtud del "Acuerdo del Consejo de la CNMV, de 15 de septiembre de 2006, en relación con la adaptación del sistema CIFRADO/CNMV a los servicios de certificación y firma electrónica reconocida y la creación del Registro Telemático de la CNMV" se ha regulado la nueva e-administración sustentada en la firma electrónica reconocida. Esto ha supuesto que los usuarios de CIFRADO/CNMV hayan tenido que adaptarse al nuevo servicio a través de la solicitud de un nuevo certificado electrónico de persona jurídica.

Otra novedad que incorpora el Acuerdo es que la administración electrónica está disponible, a través del Registro Telemático, no sólo para los usuarios de CIFRADO/CNMV, entidades supervisadas de la CNMV, sino a cualquier persona que disponga de certificado electrónico o DNI electrónico. Estos usuarios podrán remitir recursos administrativos, reclamaciones, consultas, denuncias y, en general, cualquier escrito o comunicación con firma electrónica reconocida.

En el servicio CIFRADO/CNMV también se han incorporado, durante 2006, dos importantes trámites: el folleto electrónico de renta fija y el registro de instituciones de inversión colectiva extranjeras.

El folleto electrónico de renta fija ha sido una gran innovación al incorporar a los folletos de emisión esta tecnología, que ya se venía utilizando con éxito en los folletos de instituciones de inversión colectiva. Se ha aprovechado el cambio normativo para su implantación.

En el registro de IIC extranjeras se realizan todos los trámites de registro de estas instituciones de manera obligatoria a través de medios telemáticos.

Se han renovado varias aplicaciones informáticas de las dedicadas a la supervisión de los mercados.

El cambio regulatorio de las instituciones de inversión colectiva ha obligado a continuar con la adaptación de las correspondientes aplicaciones. Ha supuesto tanto la modificación del registro (folleto electrónico) como de la supervisión de estas entidades.

En el ámbito de la difusión de información se ha actualizado la *web* al incorporar la nueva imagen corporativa y se ha optimizado la presentación de algunos apartados de la *web*.

Ha continuado la recepción y difusión de información pública periódica de las sociedades cotizadas en XBRL, como estándar de manejo de información financiera. En colaboración con el Banco de España y el Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores se han organizado varios congresos y conferencias para la difusión de XBRL en Iberoamérica.

El equipamiento informático se ha renovado parcialmente en busca de mayor seguridad física y lógica y de una adecuada evolución tecnológica.

15.3 Reubicación de las unidades y servicios de la CNMV

Tal como se señalaba en el Informe Anual 2005 el Programa de Actuación Plurianual de la CNMV, 2006-2009 tiene como uno de sus objetivos esenciales la potenciación, adecuación y optimización de sus infraestructuras físicas, de forma tal que permitan dotar a la CNMV de unas oficinas adecuadas a su función.

Dos son las actuaciones encaminadas a este fin. Por un lado, la profunda rehabilitación que se va a realizar en el edificio de Castellana 19 y que permitirá adaptar el edificio y sus instalaciones a las nuevas necesidades y, por otro, como paso previo al anterior, la reubicación de las unidades de la CNMV en Serrano 47, para lo que se han realizado obras de adaptación en los 2.410 m² alquilados y repartidos en 5 plantas y media, que se añaden a las 3 plantas de que ya disponía la CNMV en este edificio. Se ha dotado a todas las instalaciones de este inmueble de las nuevas tecnologías de red informática y voz sobre IP.

A lo largo de 2006 se han establecido en Torre Serrano el Consejo, la Presidencia, la Dirección General de Mercados y la Dirección General del Servicio Jurídico, logrando de esta forma que las tres Direcciones Generales y el Consejo estén en un mismo edificio.

Por otra parte, se dispone ya del proyecto básico de las obras de remodelación del edificio de Castellana 19, que han sido informadas favorablemente por la Comisión Institucional para la protección del Patrimonio Histórico-Artístico y Natural del Ayuntamiento de Madrid. El expediente de modificación del Plan General de Ordenación Urbana, una vez obtenido este informe favorable, se encuentra en tramitación ante el Ayuntamiento de Madrid.

El resto de las unidades no incorporadas al edificio de Serrano 47 están provisionalmente ubicadas en el edificio de Castellana 19, y se trasladarán a otros locales,

actualmente en proceso de arrendamiento, en el segundo semestre de 2007 para dar paso a la rehabilitación de Castellana 19.

15.4 Nueva imagen corporativa

En 2006 se ha puesto en práctica la nueva imagen corporativa que unifica la presentación de comunicaciones escritas de la CNMV, sus informes y sus publicaciones. La nueva imagen ha sido incorporada a las publicaciones editadas por la Comisión a lo largo de 2006.

16 Gestión económica

16.1 Ingresos y gastos

La CNMV obtuvo en 2006 unos ingresos de 49,6 millones de euros e incurrió en unos gastos de 35,9 millones, con lo que el excedente del ejercicio fue de 13,7 millones de euros.

La mayor parte de los ingresos procedió del cobro de tasas, que ascendieron a 46,3 millones de euros, un 10,2% menos que en el ejercicio 2005.

El resto de la recaudación procedió principalmente de ingresos financieros y, en menor medida, de la facturación por la venta de publicaciones y de otros ingresos (difusores profesionales de información, recuperación de gastos de anuncios en boletines oficiales de exclusiones de negociación y de contratación administrativa, etcétera).

Los gastos totales se incrementaron en un 20,1% anual. Los correspondientes a personal, que representaron un 62,1% del total de gastos, crecieron un 12,5% como consecuencia del aumento de la plantilla media, que fue del 11,7%.

El resto de las partidas de gasto creció un 35,2% respecto al año anterior. Este incremento se centró en otros gastos de gestión, cuyo aumento interanual fue del 41,9%, derivado de un mayor gasto de arrendamiento y de la adquisición de material no capitalizable. El incremento del gasto por arrendamiento es consecuencia del alquiler de nuevas oficinas en el segundo semestre de 2005 para cubrir las necesidades de espacio de la CNMV derivadas del significativo aumento de la plantilla, así como de la necesidad de reubicación del personal durante la obra de rehabilitación que se ha previsto realizar en el edificio sede. En cuanto a la partida de material no capitalizable, su aumento refleja principalmente las instalaciones materiales, informáticas y de seguridad llevadas a cabo durante el ejercicio 2006 en las nuevas oficinas arrendadas.

Con fechas 20 de enero y 29 de septiembre de 2006, el Gobierno, a propuesta de la CNMV, acordó la distribución de los resultados de los ejercicios 2004 y 2005, estableciendo las cifras a ingresar en el Tesoro Público en 10.020.991,79 euros y 12.682.331,36 euros, respectivamente.

16.2 Estructura de tasas

Como se aprecia en el cuadro 16.1, que refleja los tipos de tasas que están establecidas por los diferentes servicios que realiza la CNMV, los ingresos por tasas disminuyeron en 2006 un 10,2%.

Esta disminución se explica por la entrada en vigor de la Ley 23/2005, de 18 de noviembre, de reformas en materia tributaria para el impulso a la productividad que, por una parte, rebaja a la mitad la tarifa aplicable a los saldos de renta fija mantenidos en Iberclear, causando una disminución del 26,1% en este epígrafe, y, por otra, impone límites máximos a las tasas por verificación de requisitos de admisión en AIAF, provocando una caída en la recaudación del 75,7%.

Ingresos por tasas en la CNMV

CUADRO 16.1

Importes en miles de euros

Actividad o servicio	2005	2006	% var. 06/05
Inscripción de folletos y entidades	14.360,5	10.905,5	24,1
Inscripción de folletos	13.201,4	8.693,5	34,1
Folletos de emisión	5.912,2	6.528,2	10,4
Folletos de admisión	545,7	526,7	3,5
Verificación requisitos de admisión AIAF	6.743,5	1.638,6	75,7
Inscripción de entidades	572,8	1.093,1	90,8
Autorización de OPAs	586,3	1.119,0	90,9
Supervisión de mercados	25.123,2	22.037,8	12,3
Actividad de miembro de AIAF	157,1	184,5	17,4
Actividad de participante en Sociedad de Sistemas	18.858,6	13.942,1	26,1
Actividad de miembro de Bolsa	5.787,0	7.544,5	30,4
Actividad de miembros de MEFF RF	3,0	2,7	8,6
Actividad de miembros de MEFF RV	316,6	363,0	14,7
Actividad de miembros de MFAO	0,9	1,0	10,1
Supervisión de entidades	12.086,0	13.357,0	10,5
Supervisión IIC	11.226,4	12.350,4	10,0
FIM y FIAMM	9.840,2	10.751,0	9,3
SIM y SIMCAV	1.172,6	1.291,7	10,2
Fondos de inversión inmobiliaria	209,5	292,9	39,8
Sociedades de inversión inmobiliaria	4,1	14,8	260,7
Supervisión sociedades gestoras IIC y FTH	223,8	239,4	7,0
Sociedades gestoras IIC	213,0	227,6	6,8
Sociedades gestoras fondos titulización	10,8	11,9	9,8
Supervisión empresas servicios de inversión	635,8	767,2	20,7
Sociedades gestoras de cartera	16,0	15,9	0,8
Sociedades y agencias de valores	619,8	751,3	21,2
Expedición de certificados	0,8	6,8	744,5
Total	51.570,5	46.307,1	10,2

Fuente: CNMV.

Los ingresos de inversiones financieras temporales ascienden a 2,4 millones de euros, aumentando un 31,2% como consecuencia del incremento de los tipos de interés.

La drástica caída en la recaudación por los conceptos anteriores ha sido, en parte, compensada por el ritmo ascendente en las tasas por supervisión de instituciones de inversión colectiva (10,0%), en las tasas por supervisión de los miembros de Bolsas (30,4%) y en las tasas de inscripción de FI (816,14%) como consecuencia, fundamentalmente, de la obligación legal de inscripción como FI de los antiguos FIAMM en los registros oficiales de la CNMV.

17 Agencia Nacional de Codificación de Valores

La CNMV ejerce las funciones de Agencia Nacional de Codificación de Valores (ANCV) en España, cuyo objetivo principal es gestionar el código internacional de identificación de valores (ISIN)¹ y facilitar su difusión y utilización entre todos sus usuarios. La ANCV es miembro de pleno derecho de la Asociación Internacional de Agencias Nacionales de Codificación (ANNA).

El mayor conocimiento, difusión y aceptación de los códigos ISIN y CFI² por parte de los participantes en los mercados de valores, tanto nacionales como extranjeros, contribuyeron a que la actividad de la ANCV fuera importante durante el año 2006. El código ISIN en España es usado como primer identificador a nivel de contratación, compensación y liquidación de valores.

Número de valores y otros instrumentos financieros codificados¹

CUADRO 17.1

	Cotizados			Total		
	2005	2006	% var.	2005	2006	% var.
Deuda pública ²	256	256	0,0	260	260	0,0
Renta variable ³	3.335	3.377	1,3	13.468	13.677	1,6
Obligaciones	372	394	5,9	465	473	1,7
Bonos	761	1.049	37,8	790	1.100	39,2
Cédulas	83	112	34,9	120	151	25,8
Pagarés	1.788	2.315	29,5	1.788	2.315	29,5
Warrants/derechos	804	1.167	45,1	807	1.208	49,7
Letras del Tesoro	9	9	0,0	9	9	0,0
Opciones	1.647	1.905	15,7	1.647	1.905	15,7
Futuros	43	45	4,7	43	45	4,7
Total	9.098	10.629	16,8	19.397	21.143	9,0

Fuente: CNMV.

1. A 31 de diciembre. Base de datos de la ANCV. Códigos ISIN.
2. Excepto letras del Tesoro.
3. Acciones, participaciones en fondos de inversión y resto de renta variable.

Los movimientos en la base de datos de la ANCV (altas, bajas y modificaciones) alcanzaron la cifra de 26.490, suponiendo un incremento considerable del 29,2% con relación al año anterior. Si bien el aumento se produjo en todas las categorías de valores, podemos destacar el producido en la renta fija, los *warrants* y los contratos de opciones.

1. International Securities Identification Number.
2. Classification of Financial Instruments.

El mercado primario de renta fija, sobre todo privada, se mostró muy dinámico y especialmente las emisiones de bonos de titulización, cédulas hipotecarias y pagarés de empresa contribuyeron a un aumento significativo del número de códigos ISIN asignados a este tipo de valores. También es destacable el incremento en el número de emisiones de *warrants*, confirmando la tendencia de años anteriores. Por último, se produjo un incremento reseñable en el volumen de contratos de opciones codificados dentro del mercado de productos derivados financieros.

Al finalizar el año el número de valores y otros instrumentos financieros con código ISIN en vigor ascendía a 21.143, lo que supone un incremento del 9% sobre el año 2005. Los valores e instrumentos financieros cotizados representaban el 50,3% del total.

Por lo que respecta a las consultas atendidas por la ANCV, se confirma la tendencia observada en años anteriores. Los usuarios utilizan de forma creciente la página *web* para obtener información y, como consecuencia de ello, desciende el número de consultas atendidas directamente por la ANCV. De este modo, en 2006 el número total de consultas fue de 765 frente a las 916 de 2005 y las 1.162 de 2004. El 79% de las consultas hicieron referencia a códigos nacionales, y el resto, a códigos extranjeros.

Consultas atendidas directamente por la ANCV

CUADRO 17.2

Importes en miles de euros

	2005	2006	% var.
Códigos nacionales	636	601	5,5
Códigos extranjeros	280	164	41,4
Total	916	765	16,5

Fuente: CNMV.

18 Comité Consultivo de la CNMV

18.1 Introducción

El Comité Consultivo de la CNMV, que se encuentra regulado en los artículos 22 y 23 de la LMV, es el órgano de asesoramiento de su Consejo. Su informe resulta preceptivo en los siguientes casos:

- Aprobación de las Circulares de la CNMV.
- Imposición de sanciones por infracciones muy graves.
- Procesos de autorización, revocación y operaciones societarias de las empresas de servicios de inversión.
- Procesos de autorización, revocación y operaciones societarias de empresas de servicios de inversión de países no miembros de la Unión Europea.

Además de su función asesora respecto del Consejo de la CNMV, el Comité Consultivo informa de los proyectos de disposiciones de carácter general sobre materias relacionadas con el mercado de valores que le son remitidos por el Gobierno o por el Ministro de Economía.

Adicionalmente, la CNMV, con el fin de promover una mayor participación del sector, decidió potenciar al Comité Consultivo, no sólo como órgano de asesoramiento del Consejo de la CNMV en las materias previstas en la Ley, sino también en otras cuestiones relacionadas con el ámbito internacional y el funcionamiento de los mercados y, de esta forma, se incluyen habitualmente en el orden del día del Comité consultas de carácter voluntario o no preceptivo que, básicamente, pertenecen a las siguientes categorías:

- Consultas de carácter internacional (provenientes del CESR, el IOSCO o la Comisión Europea).
- Consultas sobre diversas iniciativas de la CNMV o del propio Comité.

La composición del Comité Consultivo aparece en el anexo de organización de la CNMV.

Comités (u órganos) consultivos (o asesores) fuera de España

Al igual que en España el Consejo de la CNMV recibe el asesoramiento del Comité Consultivo, otros reguladores de valores de países de nuestro entorno disponen de órganos similares.

En Francia el Consejo de la AMF tiene la facultad de constituir comisiones u órganos consultivos que le asistan en sus deliberaciones acerca del desarrollo de los mercados financieros. En la actualidad se hallan en funcionamiento cinco comisiones de este tipo, compuestas por expertos nombrados por un periodo de tres años y dirigidos por un presidente y un vicepresidente elegidos entre los miembros del Consejo de la AMF. Estos comités consultivos tratan las siguientes materias: mercados, compensación, custodia y liquidación, gestión de activos, desgloses de información y operaciones corporativas, y protección de los inversores minoristas.

En Alemania existe un Consejo Asesor, compuesto por 24 expertos del área de las finanzas, bancaria y de seguros, así como representantes de las asociaciones de consumidores y el Bundesbank, que es responsable de asesorar a la BaFin en las materias relacionadas con sus tareas de supervisión.

En el Reino Unido el Consejo de la FSA tiene dos Comités: el Comité de decisiones regulatorias y el Comité asesor de la autoridad de admisión de valores. El primero de ellos se encarga de las funciones de investigación y recomendación, frente a las propias del Consejo, que son la toma de decisiones y la emisión de resoluciones, y reporta directamente al Consejo de la FSA, siendo el Consejo quien nombra al Presidente y a sus 17 miembros. Por su parte, el Comité asesor de la autoridad de admisión de valores, con 20 miembros, se encarga de asesorar a la FSA sobre la admisión de nuevos valores a cotización. Adicionalmente, la FSA cuenta con 3 paneles consultivos, de consumidores, de profesionales de servicios financieros y de pequeñas empresas.

Por otra parte, el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) estableció, en junio de 2002, un Panel Consultivo siguiendo una sugerencia del Parlamento Europeo y del Comité de Sabios presidido por Alexander Lamfalussy. El papel del Panel es el siguiente:

- Asistir al CESR en la definición de prioridades, en su programa de trabajo y en comentar la forma en la que el CESR está ejerciendo sus funciones.
- Alertar al CESR de inconsistencias regulatorias en el Mercado Único, identificar y sugerir áreas en las que el CESR debería llevar a cabo trabajos adicionales para mejorar la coordinación entre supervisores.
- Informar a CESR de los desarrollos relevantes en los mercados financieros e identificar nuevos elementos para discusión preliminar en el CESR.

El Panel normalmente se reúne tres veces al año, una de ellas junto con el Plenario Completo de miembros del CESR. Tiene 15 miembros y su composición ha ido variando según los temas estratégicos del CESR a medio plazo, es decir, existe cierta flexibilidad en una pequeña porción de los miembros.

Fuente: páginas *web* de la AMF, BaFin, FSA y CESR.

18.2. Actuaciones del Comité durante 2006

La actuación del Comité Consultivo en 2006 se puede resumir de la forma siguiente:

- Informes preceptivos de normas: 9.
- Propuestas de sanciones muy graves: 10.
- Operaciones ESI: 12.
- Consultas voluntarias: 8.

Relación de actuaciones del Comité Consultivo en 2006

Fecha	Normas de informe preceptivo	Propuestas de sanciones muy graves	Operaciones societarias ESI y sucursales	Consultas de otros temas
Enero 09/01/06		Sanción 1 por uso de información privilegiada.	Modificación del programa de actividades de Riva y García 1877, S.V., S.A.	
Febrero 13/02/06	Proyecto de Orden Ministerial sobre mercados secundarios oficiales de instrumentos financieros derivados sobre la energía.	Sanción 2 por uso de información privilegiada.	Fusión por absorción de Espirito Santo Investment, S.A., S.V. por Banco Espirito Santo de Inversión, S.A.	
	Proyecto de Orden Ministerial sobre IIC de inversión libre.			
	Proyecto de Circular sobre las IIC de inversión libre.			
Marzo 01/03/06				Proyecto de Código unificado de recomendaciones sobre buen gobierno de las sociedades cotizadas.
Marzo 13/03/06	Proyecto de Orden Ministerial sobre los Convenios de Promoción de Fondos de Titulización de Activos para favorecer la financiación empresarial.		Autorización de la transformación de Agentes de Bolsa Asociados, A.V., S.A. en sociedad de valores y modificación de su programa de actividades.	

Relación de actuaciones del Comité Consultivo en 2006 (continuación)

Fecha	Normas de informe preceptivo	Propuestas de sanciones muy graves	Operaciones societarias ESI y sucursales	Consultas de otros temas
			Autorización de Alpha Finanzas Agencia de Valores, S.A.	
			Autorización de la modificación estatutaria de Fineco, S.V., S.A. por reducción de capital social.	
Abril 10/04/06		Sanción 3 por abuso de mercado.	Autorización de la modificación del programa de actividades de CM Capital Markets Bolsa S.V., S.A.	Cuestionario del CESR sobre la publicación de precios, pre y post negociación, motivada por la posible fragmentación del mercado una vez entre en vigor la MiFID.
		Sanción 4 por incumplimiento de normas de conducta.		
Mayo 08/05/06		Sanción 5 por incumplimiento de normas de conducta.		Documento del IOSCO sobre desmutualización de bolsas e implicaciones regulatorias.
Junio 12/06/06	Proyecto de Circular de la CNMV sobre información de las IIC extranjeras.	Sanción 6 por información privilegiada e incumplimiento de normas de conducta.		
Julio 10/07/06	Anteproyecto de Ley de modificación de la LMV para la modificación del régimen de transparencia y ofertas públicas de adquisición.	Sanción 7 por incumplimiento de normas de conducta.		

Relación de actuaciones del Comité Consultivo en 2006 (continuación)

CNMV: aspectos organizativos, económicos e institucionales
Comité Consultivo de la CNMV

Fecha	Normas de informe preceptivo	Propuestas de sanciones muy graves	Operaciones societarias ESI y sucursales	Consultas de otros temas
Septiembre 11/09/06	Proyecto de Real Decreto por el que se desarrollan los artículos 31, 44 bis y la Disposición Adicional Decimoséptima de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y por el que se modifican diversas normas del sector financiero.		Autorización de una modificación estatutaria de Dexia Equities España, S.A., Agencia de Valores, por reducción de capital social.	Consulta de la Comisión Europea sobre transparencia pre y post negociación de instrumentos financieros distintos de la renta variable.
			Autorización de selección e inversiones de Capital Global Agencia de Valores, S.A.	Consulta del CESR sobre evaluación de las funciones de supervisión en la Unión Europea con respecto al régimen de abuso de mercado.
Octubre 09/10/06	Proyecto de Circular de la CNMV sobre folletos explicativos de las IIC.	Sanción 8 por incumplimiento del régimen de participaciones significativas.	Autorización de la fusión por absorción de Beta Capital, S.V., S.A. por Beta Capital Meespierson, S.L.	
			Autorización de la fusión por absorción de Eurosafei, S.V., S.A., Euroactivos, A.V., S.A. e Inversis Intermediarios Financieros, A.V., S.A. por Banco Inversis Net, S.A.	
Noviembre 13/11/06		Sanción 9 por incumplimiento de normas de conducta.	Autorización de la fusión por absorción de AB Asesores Bursátiles Córdoba, S.A., por Morgan Stanley, S.V., S.A.	CESR Consulta acerca de los mínimos registros que se deben exigir a las ESI a la luz del artículo 51(3) de la MiFID.
			Autorización de Lombard Odier Darier Hentsch&Cie (España), S.V., S.A.	

Relación de actuaciones del Comité Consultivo en 2006 (continuación)

Fecha	Normas de informe preceptivo	Propuestas de sanciones muy graves	Operaciones societarias ESI y sucursales	Consultas de otros temas
Diciembre 11/12/06	Anteproyecto de Ley de modernización del mercado hipotecario, de regulación del régimen de las hipotecas inversas y del seguro de dependencia.	Sanción 10 por incumplimiento de normas de conducta.		CESR Consulta sobre publicación de información y consolidación de la transparencia del mercado con la MiFID. Propuesta de modificación de la normativa relativa al Comité Consultivo.

18.3 Informes emitidos por el Comité Consultivo

A continuación se incluye un breve comentario sobre los distintos informes emitidos por el Comité Consultivo en respuesta a las consultas sobre las que se solicitó su opinión; comentario que, en ningún caso, recoge toda la riqueza de observaciones emitidas en cada informe. Los informes se han agrupado en cinco bloques según el origen del peticionario:

- a) Consultas de CESR.
- b) Consultas de IOSCO.
- c) Consultas de la Comisión Europea.
- d) Consultas del Consejo de la CNMV y de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (DGTPF).
- e) Otros informes de consulta voluntaria.

a) Consultas de CESR

a1) Cuestionario de CESR sobre la publicación de precios, pre- y post-negociación, motivada por la posible fragmentación del mercado una vez entre en vigor la MiFID

El Comité Consultivo opinó que, con independencia de seguir examinando las diversas posibilidades y factores a tener en cuenta para esa eventual consolidación, la atención prioritaria debería centrarse en definir los regímenes de información a que deberán ajustarse las diversas fuentes generadoras de precios, con la vista puesta en salvaguardar una supervisión homogénea y la transparencia en los datos que se pongan a disposición de todos los usuarios.

a2) Consulta de CESR sobre evaluación de las funciones de supervisión en la Unión Europea con respecto al régimen de abuso de mercado

El Comité Consultivo hizo énfasis en la conveniencia de que no exista arbitraje normativo alguno en materia de supervisión del régimen de abuso de mercado. Asimismo, debería revisarse el régimen sancionador aplicable en los distintos países y sus criterios de aplicación. Otro aspecto a considerar es el de la aceptación de las prácticas del mercado. Por otro lado, se deben tener en cuenta los diferentes tipos de valores a la hora de elaborar las normas y realizar la supervisión. Por último, se considera muy apropiado, y por ello se anima a que se desarrollen guías o referencias tanto para los miembros de CESR como para el mercado en general acerca de qué constituye “información privilegiada” según la Directiva y cuándo la información se convierte en privilegiada, cuándo las grandes órdenes de clientes se consideran “información privilegiada” y cuándo existen razones legítimas para retrasar la publicación de información, así como acerca de la aplicación de las listas de iniciados.

a3) Consulta de CESR acerca de los mínimos registros que se deben exigir a las ESI a la luz del artículo 51(3) de la MiFID

La lista de registros propuesta por CESR se consideró adecuada, si bien: (i) se debe dejar claro que esta lista no excluye otros registros que sean legalmente exigibles por otras regulaciones; (ii) no existe obligación de crear registros formalmente considerados; (iii) no se deben exigir los registros de informes periódicos a los clientes, de comunicaciones comerciales, de las operaciones de la firma y su organización interna y de políticas y procedimientos de cumplimiento; y (iv) no se considera útil crear un registro de asesoramiento de inversiones.

a4) CESR-Consulta sobre publicación de información y consolidación de la transparencia del mercado con la MiFID

El Comité Consultivo estimó que el establecimiento de sistemas que permitan la monitorización sistemática ayudará a minimizar el potencial riesgo de publicación de información errónea. Comparte con CESR que no es preciso que el proceso de verificación sea externo. Por otro lado, opinó que se debe diseñar un identificador único por transacción. La existencia de normativas concretas, respecto a la responsabilidad en la comunicación de las transacciones realizadas fuera de mercados regulados y sistemas de negociación multilateral, minimizaría el riesgo de duplicidad de transacciones comunicadas. Se valora positivamente que todas las entidades con obligación de publicación de información deban contar con una solución para situaciones de contingencia aunque debería realizarse un análisis coste-beneficio. En cuanto a la utilización del *web-site* de las entidades, el Comité Consultivo comparte que una *web-site* estática no cumple los requisitos de la MiFID.

b) Consultas de IOSCO

b1) Documento de IOSCO sobre desmutualización de bolsas e implicaciones regulatorias

El Comité Consultivo de la CNMV manifestó su preocupación ante los posibles cambios que se originen en el sector en la medida en que puedan representar un incre-

mento de tarifas, motivado por la presión de los accionistas sobre los resultados de los mercados, no acompañada de una mejora en la prestación de un servicio público. Dado que en Europa existen diversas plataformas de negociación distintas de los mercados regulados, el Comité Consultivo consideró que los principios que regulen los mercados, o que puedan establecerse para los mismos, deben ser aplicables a todos los operadores. Tres temas se consideraron de especial importancia en este asunto: (i) gobierno corporativo; (ii) exigencia de recursos propios; y (iii) registro, compensación y liquidación.

c) Consultas de la Comisión Europea

c1) Consulta de la Comisión Europea sobre transparencia pre- y post-negociación de instrumentos financieros distintos de la renta variable

El Comité Consultivo consideró que sí se debe aplicar a los mercados distintos de la renta variable un régimen de transparencia similar al establecido para la renta variable en la MiFID, si bien se deberían tener en cuenta las peculiaridades de los mercados de bonos y de derivados a la hora de fijar los requisitos. Se asume que la transparencia tendrá un coste, pero sus beneficios lo superarán siempre que exista una consolidación de la información.

d) Consultas del Consejo de la CNMV y de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (DGTPF)

d1) Proyecto de Orden Ministerial sobre mercados secundarios oficiales de instrumentos financieros derivados sobre la energía

Se valoró como importante que la Orden recoja las opiniones del sector y de los expertos de los mercados de contado. Se propuso abrir la posibilidad de que un mercado secundario oficial pueda lanzar o simplemente registrar, compensar o liquidar contratos de derivados sobre energía sin necesidad de constituir una nueva rectora. Por otro lado, se consideró necesario el establecimiento de una estructura de colaboración institucional entre la CNMV y la Comisión Nacional de la Energía (CNE). Las exigencias de recursos propios en el momento de autorización del mercado (9 millones de euros) fueron vistas como excesivas. Para los miembros industriales se exigen unos recursos propios mínimos de 300.000 euros, cantidad que parece elevada en comparación a los 100.000 euros de MEFF Renta Variable. Se propuso incluir las exigencias de recursos propios en el Reglamento del Mercado, así como rebajar la cantidad.

d2) Proyecto de Orden Ministerial sobre las IIC de inversión libre (IL)

El Comité Consultivo valoró de modo muy positivo el proyecto de Orden Ministerial, tanto por su nivel técnico como por su enfoque que le pareció suficientemente abierto y flexible para propiciar un adecuado desarrollo de este interesante nuevo sector de la inversión colectiva. Sin embargo, también opinó: (i) que debería preverse la posibilidad de que las IIC de IIC de IL puedan invertir en IIC domiciliadas en países que no sean de la OCDE pero que cuenten con una entidad asesora sujeta a supervisión en un país de la OCDE; (ii) que se restringía injustificadamente la posibilidad de reembolsos en especie; (iii) que los plazos máximos de preaviso y liquidez de las IIC de IL eran muy limitados; y (iv) que el concepto de "subcustodia" (depósito de segundo grado) no parecía muy adecuado.

d3) Proyecto de Circular sobre las IIC de inversión libre (IL)

El Comité Consultivo estimó que la CNMV iba a contar con un amplio margen para valorar si una SGIIC cumple los requisitos para gestionar IIC de IL e IIC de IIC de IL y la animó a que tenga en cuenta la promoción de la industria. Como comentarios más concretos, se señaló que: (i) las medidas de control interno deberían figurar en la “memoria” y no en el “programa de actividades”; (ii) podría reconocerse como alternativa válida para reforzar los recursos propios la aportación de un aval de una entidad de determinado nivel de *rating*; (iii) debería aclararse el sentido del acuerdo de subcustodia, ya que se insiste en que la idea de “subcustodia” (depósito de segundo grado) no parece muy adecuada; (iv) debería aclararse que los criterios de selección de las inversiones en IIC de IL que deben figurar en el folleto son únicamente los criterios de carácter general; (v) se restringe injustificadamente la posibilidad de reembolsos en especie; y (vi) los plazos de preaviso y liquidez siguen siendo muy limitados.

d4) Proyecto de Orden Ministerial sobre los Convenios de Promoción de Fondos de Titulización de Activos para favorecer la financiación empresarial

El Comité Consultivo formuló el siguiente informe: “En relación con el proyecto de referencia, el Comité Consultivo analiza su contenido y, teniendo en cuenta que no afecta ni a la transparencia de los mercados ni a la protección de los inversores, y sin entrar en consideraciones de otra índole, no formula observación alguna”.

d5) Proyecto de Circular de la CNMV sobre información de las IIC extranjeras

La valoración general de este Proyecto de Circular fue muy positiva, si bien se comentan algunos aspectos que deberían ser objeto de revisión: (i) debería incorporarse como anexo a esta Circular el modelo con la información que debe remitirse por vía telemática por las IIC extranjeras que pretendan comercializar sus acciones o participaciones en España; (ii) debería acotarse temporalmente (a cinco años) la obligación de mantener los sucesivos informes de contenido económico y los sucesivos informes anuales que se elaboren con posterioridad a la inscripción en la CNMV; y (iii) debería aclararse que la comunicación del número de accionistas y de patrimonio debe realizarse por cada sociedad, si ésta no tiene compartimentos o subfondos, o por cada compartimento o subfondo comercializado, si éstos existen.

d6) Anteproyecto de Ley de modificación de la LMV para la modificación del régimen de transparencia y ofertas públicas de adquisición

El Comité Consultivo opinó que el Anteproyecto, que le mereció globalmente un juicio favorable, se caracterizaba por regular las materias a las que se refiere de un modo muy general, con continuas llamadas al reglamento. Ello no se critica; al contrario, se considera prudente dada la conveniencia de contar con flexibilidad para rectificar o resolver cuestiones que la experiencia vaya poniendo de manifiesto. Pero sin duda resta trascendencia y contenido a esta iniciativa legislativa. Como comentarios concretos, se exponen los siguientes: (i) debería mantenerse la aprobación del precio de la opa de exclusión por la CNMV; (ii) no se está de acuerdo con el régimen de responsabilidad que se introduce para las informaciones periódicas y otras informaciones públicas; (iii) se valora positivamente la no inclusión en el texto legal del supuesto de relación con determinado número de consejeros como factor determinante de la obligación de formular una opa; (iv) se propone aplicar los criterios del

artículo 103 de la LSA para adoptar medidas contra una OPA; (v) debería recogerse la inexistencia de derecho de suscripción preferente en los aumentos de capital propios de OPA de canje; y (vi) se propone revisar ciertas lagunas del régimen transitorio.

d7) Proyecto de Real Decreto por el que se desarrollan los artículos 31, 44bis y la Disposición Adicional Decimoséptima de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y por el que se modifican diversas normas del sector financiero

El Comité Consultivo expresó su opinión favorable, en términos generales, al proyecto de Real Decreto que es objeto de informe. No obstante, consideró que era susceptible de ciertas mejoras de carácter técnico que se detallan a continuación: (i) se debería aclarar qué porcentaje hay que alcanzar en el capital de un accionista de un mercado secundario español o entidad similar para que se aplique el régimen de participaciones significativas; (ii) convendría aclarar si todo el que supere o descienda de cualquier múltiplo del 1 por 100 del capital social de un mercado secundario debe comunicarlo a la CNMV y quién es el obligado a informar a la CNMV sobre cualquier variación del 1 por 100 y, por ello, se recomienda que se prevea que las entidades como BME, en cuanto tengan conocimiento de ello a través de su libro registro de accionistas, hayan de comunicarlo a la CNMV; (iii) se debería aclarar asimismo cómo van a convivir los tres regímenes concurrentes en las participaciones de control de mercados secundarios y similares; (iv) se duda de la habilitación legal para exigir la previa autorización de la CNMV a participaciones de sociedades similares extranjeras en el capital de la Sociedad de Sistemas; (v) se debería establecer una fecha objetiva de remisión a la CNMV de los presupuestos de las Sociedades Rectoras, Sociedad de Bolsas y Sociedad de Sistemas; (vi) se invita a una reflexión acerca del impacto que tendría una exigencia de recursos propios mínimos para ser entidad participante en la Sociedad de Sistemas; (vii) el Comité Consultivo no encuentra razonable la prohibición de que, cuando una IIC de inversión libre revista la naturaleza de fondo, invierta en fondos gestionados por sociedades gestoras de su mismo grupo; y (viii) se debería circunscribir el deber de notificación de las transacciones exclusivamente a aquellas personas jurídicas de las que el administrador o directivo de la sociedad cotizada sea primer ejecutivo o directivo principal.

d8) Proyecto de Circular de la CNMV sobre folletos explicativos de las IIC

El Comité Consultivo valoró muy positivamente la elaboración de un único texto refundido de la hasta ahora dispersa normativa reguladora del folleto explicativo de las IIC y la flexibilidad en las formas de presentación, aunque realizó algunos comentarios de los que los siguientes son los más relevantes: por un lado, que no se debe exigir el desglose de los costes de distribución en el folleto y, por otro, que se debería aclarar que los documentos con fines publicitarios distintos del folleto nunca sustituirán la obligación de elaborar el folleto simplificado.

d9) Anteproyecto de Ley de Modernización del Mercado Hipotecario, de regulación del régimen de las hipotecas inversas y del seguro de dependencia

El Comité Consultivo realizó algunos comentarios sobre aspectos que podrían ser beneficiosos para aclarar o modificar algunas cuestiones: (i) se recomienda estudiar atentamente la solución que se dé en cuanto a equivalencia de las garantías reales

que gravan inmuebles situados en otros Estados miembros de la Unión Europea; (ii) se propone suprimir una serie de requisitos establecidos para las cédulas hipotecarias por el problema de armonización con las europeas que podría acarrear; (iii) se propone hacer referencia a los instrumentos financieros como recurso al que puede acudir la administración concursal para satisfacer los pagos a los cedulistas o bonistas; y (iv) se propone que los activos de sustitución puedan representar hasta el 10% en el caso de las cédulas y hasta el 15% en el de los bonos.

e) Otros informes de consulta voluntaria

e1) Proyecto de Código unificado de recomendaciones sobre buen gobierno de las sociedades cotizadas

El informe del Comité Consultivo de la CNMV sobre el proyecto de Código unificado de buen gobierno pretendió ser un catálogo de sugerencias, para implementar adecuadamente las recomendaciones que el Proyecto de Código Unificado contenía. En primer lugar, realiza una serie de observaciones de carácter general (acerca de los principios básicos) y posteriormente analiza un gran número de las 70 recomendaciones que contenía el borrador. Entre las observaciones de carácter general se puede destacar: (i) la propuesta de crear un apartado específico de definiciones; (ii) adoptar un tono menos imperativo que se corresponda con el carácter voluntario del Código; (iii) la inclusión de justificaciones sobre las recomendaciones, la argumentación de su procedencia o las fuentes de las que la recomendación de que se trate ha surgido; y (iv) corregir el, en ocasiones, excesivo nivel de detalle.

e2) Propuesta de modificación de la normativa relativa al Comité Consultivo

El Comité Consultivo de la CNMV consideró que, transcurridos ya 12 años desde su creación, llega el momento de reformar la normativa que le es de aplicación. Dicha reforma debe tener en cuenta la experiencia acumulada por el propio Comité y por los órganos equivalentes que han sido creados en otros países y en el ámbito de la Unión Europea. Así, las características del Comité Consultivo en la nueva LMV podrían ser las siguientes: (i) podría contemplarse que el régimen del Comité Consultivo se recogiese en un Reglamento Interno aprobado por el Consejo de la CNMV, previa audiencia de la industria; (ii) es importante reforzar la función consultiva del Comité en los expedientes normativos. El Comité debe informar, con carácter preceptivo, también de los proyectos de ley y los proyectos normativos comunitarios sobre materias relacionadas con el mercado de valores. Asimismo, se debe mantener la potestad de la CNMV para someter al Comité Consultivo cualquier otra cuestión y debería permitirse que el Comité pudiera informar, globalmente, sobre los expedientes en los que concurriesen infracciones muy graves y otras de menor entidad. Se debe valorar si la competencia en relación con los expedientes de autorización, revocación, modificación estatutaria y en relación con las operaciones societarias debe desaparecer, tal y como debe hacerlo la relativa a la fianza colectiva; (iii) sería recomendable que el Comité adoptase una estructura “polisinodal”. Seguiría existiendo un Comité u órgano principal, que se reuniría mensualmente, y se crearían subgrupos de expertos; (iv) en el Comité Consultivo deberían estar representados, al menos, las entidades de crédito (más de un representante, en tanto que emisores y comercializadores mayoristas y minoristas), las Comunidades Autónomas donde tengan su domicilio mercados secundarios, los mercados, los sistemas de negociación y los de registro, compensación y liquidación, las empresas de servicios de inversión, las empresas de seguros, los emisores, las instituciones de inversión

colectiva, los fondos de pensiones y los consumidores de servicios financieros. También podría pensarse en otros integrantes nombrados por el propio Comité a propuesta de la CNMV, para incorporar a expertos del mercado e ir atendiendo a nuevas realidades que puedan surgir en el mismo. En cuanto a los suplentes de los miembros del Comité, sería preferible que éstos fueran designados directamente por los titulares; (v) se propone que la elección de los vocales se canalice a través de las asociaciones representativas de la industria.

VI Informe del Órgano de Control Interno



DIRECCIÓN DEL ÓRGANO
DE CONTROL INTERNO

Paseo de la Castellana, 19
28046 Madrid, España

T +34 915 851 500
www.cnmv.es

INFORME DE AUDITORÍA PREVISTO EN LA LEY
44/2002, DE MEDIDAS DE REFORMA DEL SISTEMA
FINANCIERO.- AÑO 2006

1.- Introducción

La Dirección de Control Interno de la Comisión Nacional del Mercado de Valores ha realizado una auditoría relativa a la adecuación de las decisiones adoptadas por los órganos de gobierno a la normativa procedimental aplicable a cada caso, en desarrollo del Plan de Actuación de Control Interno aprobado por el Consejo de la Comisión en su sesión de 30 de enero de 2007, con el que se da cumplimiento a la Disposición Adicional Segunda de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (BOE de 23 de noviembre).

El desarrollo de los trabajos se ha adaptado, a las Normas Internacionales para el Ejercicio Profesional de la Auditoría Interna del IIA (the Institute of Internal Auditors), como establecen las Normas de Auditoría Interna para la CNMV aprobadas por acuerdo del Consejo de 28 de diciembre de 2004.

2.- Objetivos y alcance

El objetivo del presente trabajo es comprobar la adaptación a la normativa procedimental aplicable en la adopción de las decisiones de los órganos de gobierno de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, durante el ejercicio 2006.

Las normas específicas aplicables a los procedimientos de la CNMV eran las siguientes:

- Ley del Mercado de Valores. (24/1998, de 28 de julio) y demás normativa.
- Reglamento de Régimen Interior de la CNMV. (RRI).
- Procedimientos Internos de funcionamiento de la CNMV en los términos de los artículos 38, 39 y 40 del RRI.

Además se han tenido en cuenta los Acuerdos sobre delegación de competencias a favor del Presidente, el Vicepresidente y el Comité Ejecutivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, 21 de abril de 2005 y 29 de junio de 2006.

En el desarrollo de los trabajos no se han producido limitaciones al alcance.

3.- Opinión

En nuestra opinión, una vez realizados los trabajos de auditoría, se puede concluir que, durante el año 2006 los órganos de gobierno de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en el ámbito de la supervisión encomendada por la Ley del Mercado de Valores y demás normativa, han cumplido los requisitos establecidos en la legislación vigente, tanto en aspectos de procedimiento como de competencia aplicables a cada caso con la siguiente salvedad:

- En uno de los casos analizados se ha resuelto el procedimiento sancionador sobrepasando el plazo establecido en el artículo 9.2 del Real Decreto 2119/1993 de 3 de diciembre, sobre el procedimiento sancionador aplicable a los sujetos que actúan en los mercados financieros, no obstante, dado que el Consejo de la CNMV amplía el plazo para la tramitación del expediente, al máximo permitido por la Ley 30/92 de Régimen Jurídico y Procedimiento Administrativo Común, el plazo máximo de resolución se respeta, afectando este incumplimiento únicamente a la eficiencia en la tramitación.

Madrid. 12 de abril de 2007

La Directora de Control Interno

A handwritten signature in black ink, which appears to read 'Margarita García Muñoz', is written over a horizontal line. Below the signature, the name 'Edo.: Margarita García Muñoz' is printed in a small, sans-serif font.

VII Cuentas de la CNMV

Resumen de las cuentas anuales formuladas por la CNMV. Ejercicio 2006

1. Balance de situación

Importes en euros

Número de cuentas	Activo	Ejercicio 2006	Ejercicio 2005
	A) Inmovilizado	32.368.916,33	30.806.696,90
	II. Inmovilizaciones inmateriales	1.861.538,57	1.715.357,44
215	3. Aplicaciones informáticas	3.687.250,22	3.079.841,47
281	7. Amortizaciones	1.825.711,65	1.364.484,03
	III. Inmovilizaciones materiales	30.506.141,89	29.090.103,59
220, 221	1. Terrenos y construcciones	28.645.078,77	27.927.420,57
226	3. Utillaje y mobiliario	2.554.585,79	2.103.729,90
227, 228	4. Otro inmovilizado	3.882.868,74	3.352.649,31
282	5. Amortizaciones	4.576.391,41	4.293.696,19
	V. Inversiones financieras permanentes	1.235,87	1.235,87
250	1. Cartera de valores a largo plazo	935,36	935,36
265	3. Fianzas y depósitos constituidos a largo plazo	300,51	300,51
	B) Gastos a distribuir en varios ejercicios		
	C) Activo circulante	93.572.573,91	103.953.856,70
	II. Deudores	11.541.187,32	9.068.251,04
460, 469	1. Deudores varios	11.545.757,99	8.474.217,10
470	3. Administraciones Públicas	0,00	189,85
555, 558	4. Otros deudores	13.785,51	609.705,14
490	5. Provisiones	18.356,18	15.861,05
	III. Inversiones financieras temporales	80.489.684,57	91.210.629,45
541, 546	1. Cartera de valores a corto plazo	80.478.598,08	91.186.837,40
544, 547	2. Otras inversiones y créditos a corto plazo	11.086,49	23.792,05
57	IV. Tesorería	1.370.074,81	3.523.134,20
480	V. Ajustes por periodificación	171.627,21	151.842,01
	Total general (A+B+C)	125.941.490,24	134.760.553,60

2. Cuenta del resultado económico patrimonial

Importes en euros

Número de cuentas	Debe	Ejercicio 2006	Ejercicio 2005
	A) Gastos	35.890.703,99	29.883.374,32
	3. Gastos de funcionamiento de los servicios y prestaciones sociales	35.431.622,07	29.289.251,08
	a) Gastos de personal:	22.299.519,62	19.827.730,36
640, 641	a.1) Sueldos, salarios y asimilados	17.875.056,87	16.033.906,70
642, 643, 644	a.2) Cargas sociales	4.424.462,75	3.793.823,66
681, 682	c) Dotaciones para amortizaciones de inmovilizado	1.067.521,35	976.096,64
	d) Variación de provisiones de tráfico	45.549,75	10.978,32
675, 694, (794)	d.2) Variación de provisiones y pérdidas de créditos incobrables	45.549,75	10.978,32
	e) Otros gastos de gestión	12.007.658,03	8.462.123,59
62	e.1) Servicios exteriores	11.962.736,85	8.433.158,13
630, 632	e.2) Tributos	41.979,25	18.274,48
676	e.3) Otros gastos de gestión corriente	2.941,93	10.690,98
	f) Gastos financieros y asimilables	10.808,58	12.250,31
669	f.1) Por deudas	10.808,58	12.250,31
668	h) Diferencias negativas de cambio	564,74	71,86
	4. Transferencias y subvenciones	400.497,48	398.755,08
651	b) Subvenciones corrientes	400.497,48	398.755,08
	5. Pérdidas y gastos extraordinarios	58.584,44	195.368,16
671	a) Pérdidas procedentes de inmovilizado	20.296,34	107.713,08
678	c) Gastos extraordinarios	0,00	51.214,03
679	d) Gastos y pérdidas de otros ejercicios	38.288,10	36.441,05
	Ahorro	13.720.451,26	24.457.738,55

2. Cuenta del resultado económico patrimonial (continuación)

Importes en euros

Número de cuentas	Haber	Ejercicio 2006	Ejercicio 2005
	B) INGRESOS	49.611.155,25	54.341.112,87
	3. Ingresos de gestión ordinaria	46.307.142,35	51.570.524,99
	a) Ingresos tributarios	46.307.142,35	51.570.524,99
740	a1) Tasas por prestación de servicios o realización de actividades	46.307.142,35	51.570.524,99
	4. Otros ingresos de gestión ordinaria	3.264.625,93	2.755.119,46
78	b) Trabajos realizados por la entidad	576.494,45	594.886,03
	c) Otros ingresos de gestión	146.872,76	212.539,67
776, 777	c.1) Ingresos accesorios y otros de gestión corriente	146.872,76	212.539,67
760	d) Ingresos de participaciones en capital	0,00	7.256,73
761	e) Ingresos de otros valores negociables y de créditos del activo inmovilizado	2.400.178,10	1.828.662,56
	f) Otros intereses e ingresos asimilados	141.060,88	111.496,48
769	f.1) Otros intereses	141.060,88	92.319,05
766	f.2) Beneficios en inversiones financieras	0,00	19.177,43
768	g) Diferencias positivas de cambio	19,74	277,99
	6. Ganancias e ingresos extraordinarios	39.386,97	15.468,42
779	d) Ingresos y beneficios de otros ejercicios	39.386,97	15.468,42
	Desahorro		

3. Cuadro de financiación: fondos aplicados y fondos obtenidos

Importes en euros

Fondos aplicados	Ejercicio 2006	Ejercicio 2005
1. Recursos aplicados en operaciones de gestión	34.344.457,83	28.457.973,64
c) Servicios exteriores	11.962.736,85	8.433.158,13
d) Tributos	41.979,25	18.274,48
e) Gastos de personal	21.841.091,15	19.508.448,45
g) Transferencias y subvenciones	400.497,48	398.755,08
h) Gastos financieros	11.373,32	12.322,17
i) Otras pérdidas de gestión corriente y gastos excepcionales	41.230,03	76.037,01
j) Dotación de provisiones de activos circulantes	45.549,75	10.978,32
4. Adquisiciones y otras altas del inmovilizado	2.882.316,27	1.047.525,92
b) Inmovilizados inmateriales	607.408,75	672.010,73
c) Inmoviliados materiales	2.274.907,52	375.515,19
5. Disminuciones directas del patrimonio	22.930.647,77	13.942.268,16
b) En cesión	227.324,62	0,00
c) Entregado al uso general.	22.703.323,15	13.942.268,16
7. Provisiones por riesgos y gastos	379.022,29	323.117,73
Total aplicaciones	60.536.444,16	43.770.885,45
Exceso de orígenes sobre aplicaciones (aumento del capital circulante)	0,00	10.583.536,43

3. Cuadro de financiación: fondos aplicados y fondos obtenidos (continuación)

Importes en euros

Fondos obtenidos	Ejercicio 2006	Ejercicio 2005
1. Recursos procedentes de operaciones de gestión	49.611.155,25	54.321.935,44
e) Tasas, precios públicos y contribuciones especiales	46.307.142,35	51.570.524,99
g) Ingresos financieros	2.541.258,72	1.928.516,33
h) Otros ingresos de gestión corriente y gastos excepcionales	762.754,18	822.894,12
3. Incrementos directos de patrimonio	0,00	468,70
b) En cesión	0,00	468,70
5. Enajenaciones y otras bajas de inmovilizado	232.279,15	32.017,74
c) Inmovilizados materiales	232.279,15	968,94
d) Inmovilizados financieros	0,00	31.048,80
Total orígenes	49.843.434,40	54.354.421,88
Exceso de aplicaciones sobre orígenes (disminución de capital circulante)	10.693.009,76	0,00

4. Cuadro de financiación: variación del capital circulante

Importes en euros

Variación del capital circulante (resumen)	Ejercicio 2006		Ejercicio 2005	
	Aumentos	Disminuciones	Aumentos	Disminuciones
2. Deudores	3.069.045,76	189,85	464.198,68	0,00
a) Deudores derivados de la actividad	3.069.045,76	0,00	464.008,83	0,00
b) Otros deudores	0,00	189,85	189,85	0,00
3. Acreedores	135.155,63	538.357,67	0,00	685.767,69
a) Acreedores derivados de la actividad	135.155,63	0,00	0,00	550.522,27
b) Otros acreedores	0,00	538.357,67	0,00	135.245,42
4. Inversiones financieras temporales	0,00	10.720.944,88	7.458.064,67	0,00
6. Otras cuentas no bancarias	0,00	504.444,56	544.962,83	0,00
7. Tesorería	0,00	2.153.059,39	2.765.773,31	1.006,75
a) Caja	0,00	4.261,86	0,00	1.006,75
c) Otros bancos e instituciones de crédito	0,00	2.148.797,53	2.765.773,31	0,00
8. Ajustes por periodificación	19.785,20	0,00	37.311,38	0,00
Total	3.223.986,59	13.916.996,35	11.270.310,87	686.774,44
Variación del capital circulante	0,00	10.693.009,76	10.583.536,43	0,00

Anexos

Anexos estadísticos I

Indicadores de la economía internacional

I.1

	PIB ¹			Demanda interna ²			Tasa de paro ³		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006
OCDE	3,2	2,6	3,2	3,1	3,0	3,0	6,9	6,6	6,0
Estados Unidos	3,9	3,2	3,3	4,6	3,9	3,6	5,5	5,1	4,6
Japón	2,7	1,9	2,2	1,9	1,6	1,3	4,7	4,4	4,1
Área euro	1,7	1,5	2,8	1,6	1,7	2,7	8,8	8,6	7,8
Alemania	0,8	1,1	2,9	0,5	0,5	2,3	10,6	11,7	10,8
España	3,2	3,5	3,9	4,9	5,2	4,9	11,0	9,2	8,5
Francia	2,0	1,2	2,0	2,8	2,2	2,3	10,0	9,9	9,1
Italia	0,9	0,1	2,0	0,7	0,4	2,0	8,0	7,7	7,0
Reino Unido	3,3	1,9	2,7	3,9	1,9	3,0	2,7	2,7	3,0
Latinoamérica y Caribe	5,9	4,5	5,3				10,3	9,1	8,7

	Inflación ⁴			Saldo presupuestario ⁵			Saldo cuenta corriente ⁵		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006
OCDE	2,4	2,6	2,6	3,4	2,7	2,0	1,2	1,7	2,0
Estados Unidos	2,7	3,4	3,2	4,6	3,7	2,3	5,7	6,4	6,6
Japón	0,0	0,3	0,2	6,3	5,3	4,6	3,7	3,7	3,8
Área euro	2,1	2,2	2,2	2,8	2,4	2,1	0,8	0,0	0,3
Alemania	1,7	2,0	1,7	3,7	3,2	2,3	3,7	4,2	4,0
España	3,0	3,4	3,5	0,2	1,1	1,4	5,3	7,4	8,8
Francia	2,2	1,7	1,7	3,7	2,9	2,7	0,4	1,6	1,7
Italia	2,2	2,0	2,1	3,5	4,3	4,8	0,9	1,6	2,2
Reino Unido	1,3	2,0	2,3	3,3	3,4	3,0	1,6	2,2	2,4
Latinoamérica y Caribe	7,4	6,1	4,8	1,9	1,2	0,3	1,0	1,5	1,8

Fuentes: Ministerio de Economía y Hacienda, OCDE Economic Outlook No. 80 y CEPAL.

1. Tasa de variación anual en términos reales (%).
2. Contribución al crecimiento anual en puntos porcentuales, excepto para la OCDE, que se expresa en términos de crecimiento anual (%).
3. Promedio anual (% sobre población activa).
4. Índices de precios al consumo. Tasa de variación interanual media.
5. Superávit (+) o déficit () sobre el PIB (%).

Composición del activo financiero de los hogares¹

1.2

Importes en porcentajes excepto saldo en millones de euros

	Saldo	Efectivo y depósitos	Valores de renta fija	Acciones	Fondos y sociedades de inversión	Reservas técnicas de seguros	Otros
1998	933.807	35,8	2,5	26,7	18,8	11,1	5,0
1999	1.027.513	36,5	2,4	27,4	16,7	12,0	5,1
2000	1.049.623	39,7	2,5	23,9	13,7	13,8	6,4
2001	1.106.439	40,3	2,3	23,6	12,8	14,5	6,5
2002	1.085.848	43,5	2,6	17,9	12,3	16,1	7,5
2003	1.243.380	40,1	3,0	21,4	12,5	15,3	7,5
2004	1.391.406	38,9	2,5	23,1	12,9	14,9	7,7
2005	1.556.632	38,3	2,7	24,2	13,1	14,7	7,1
2006 ²	1.691.487	38,3	3,0	25,3	12,6	14,0	6,8

Promemoria: descomposición de la variación del valor de la cartera entre dic 05 y sep 06

	8,7	8,7	18,5	13,9	4,9	4,0	3,4
Variación (%)							
Variación (mill. de euros)	134.854	52.050	7.842	52.142	10.050	9.050	3.721
adquisición neta de activos	67.607	51.778	6.227	7.663	5.584	7.463	4.218
efecto precio aproximado ³	67.247	272	1.615	59.805	4.466	1.586	497

Fuente: Banco de España, "Cuentas financieras de la economía española" y elaboración propia.

1. Incluye las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.
2. Datos para los tres primeros trimestres de 2006.
3. La aproximación del efecto precios se realiza utilizando datos de las "Cuentas financieras de la economía española". Para conocer este efecto en las instituciones de inversión colectiva con datos de la CNMV, consúltese el capítulo 6.

Composición del activo financiero de los no residentes

1.3

Importes en porcentajes excepto saldo en millones de euros

	Saldo	Efectivo y depósitos	Valores de renta fija	Acciones	Fondos y sociedades de inversión	Reservas técnicas de seguros	Otros
1998	540.647	156.662	95.566	55.821	180.092	3.817	48.690
1999	675.385	191.176	125.537	77.731	222.042	4.008	54.891
2000	828.973	235.814	167.051	103.081	256.533	3.354	63.141
2001	925.058	257.382	191.874	133.680	270.267	3.092	68.762
2002	997.312	273.825	229.458	153.927	257.076	6.726	76.300
2003	1.149.344	317.693	261.901	183.535	293.217	7.242	85.757
2004	1.348.220	326.595	373.628	200.050	343.268	7.895	96.783
2005	1.619.541	384.184	524.584	228.249	371.634	4.446	106.445
2006 ¹	1.830.500	372.267	672.865	253.021	413.607	5.003	113.736

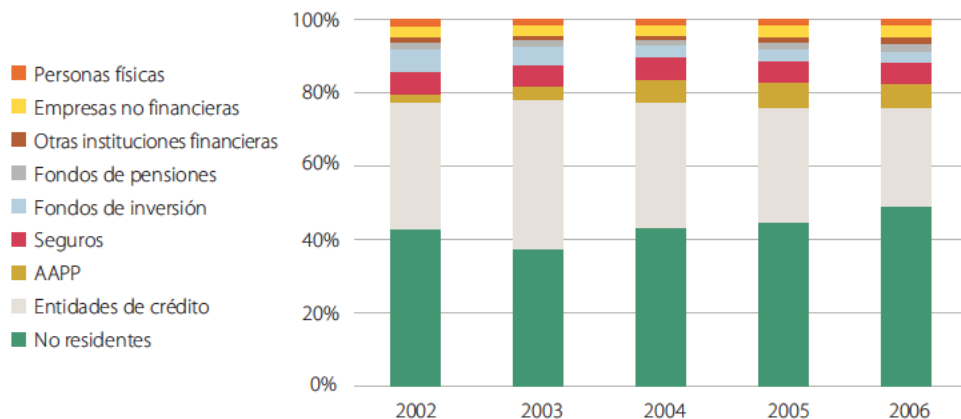
Fuente: Banco de España, "Cuentas financieras de la economía española", y elaboración propia.

1. Datos para los tres primeros trimestres de 2006.

Saldo de la deuda pública por tenedores

14

Anexos
Anexos estadísticos I



Fuente: Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

Transacciones bursátiles por tipo de agente

15

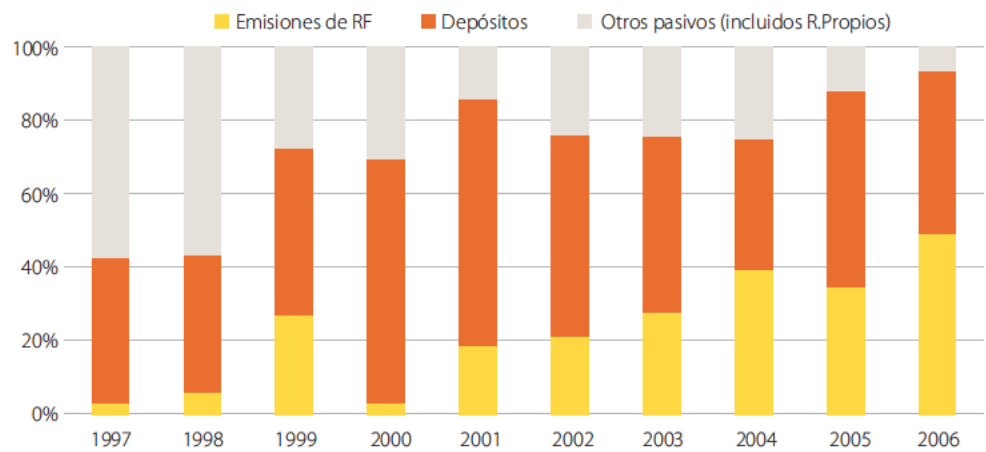


Fuente: Bolsas y mercados españoles.

1. Datos de enero a octubre de 2006.

Pasivos netos contraídos por las instituciones financieras¹

I.6

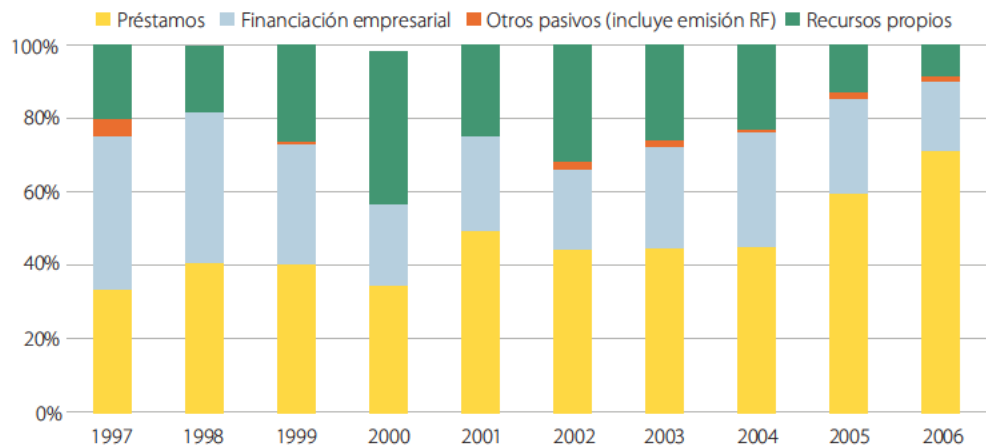


Fuente: Banco de España, "Cuentas financieras de la economía española", y elaboración propia.

1. Datos a diciembre, excepto 2006, a septiembre.

Transacciones bursátiles por tipo de agente¹

I.7



Fuente: Banco de España, "Cuentas financieras de la economía española" y elaboración propia.

1. Datos a diciembre, excepto 2006, a septiembre.

Importes en millones de euros

Sector CNMV	2005	% var. 05/04 ²	2006	% var. 06/05 ²
Petróleo	7.072,8	34,7	6.758,1	4,4
Energía y agua	9.627,8	60,5	10.441,6	8,6
Minería y metálicas básicas	4.788,4	26,4	5.203,1	7,6
Cementos y material de construcción	326,5	5,0	447,1	37,0
Químicas	19,4	162,9	24,7	227,5
Textil y papeleras	575,3	21,9	1.323,0	13,8
Metal mecánica	3.026,5	35,6	714,1	26,5
Alimentación	1.361,1	9,2	1.203,1	11,1
Construcción	3.291,7	24,7	5.932,6	86,8
Inmobiliarias	1.949,7	44,8	5.605,9	97,4
Transportes y comunicaciones	10.774,5	29,4	7.988,1	3,2
Otros no financieros	1.947,3	43,4	2.041,7	0,4
Bancos	17.910,6	49,7	20.541,2	18,7
Seguros	780,8	21,9	1.041,7	33,4
Sociedades de cartera	91,1	8,6	122,7	34,6
Total	63.543,4	39,2	69.339,4	17,7

Fuente: CNMV.

1. Según normas internacionales de información financiera para las empresas con grupo consolidado y normas nacionales para las empresas que no presentan datos consolidados. Los datos para 2006 no incluyen EADS.
2. Porcentaje de variación calculado utilizando la información financiera periódica remitida por las sociedades. Se utiliza para cada tasa de variación la propia información remitida respecto al ejercicio anterior. Así, por ejemplo, para calcular la tasa de variación entre 2005 y 2004, se utiliza únicamente la información remitida en el primer trimestre de 2006 respecto al ejercicio 2005 y al ejercicio 2004.

%

Sector CNMV	ROA ² 2005	ROA ² 2006	ROE ³ 2005	ROE ³ 2006
Petróleo	15,1	13,5	21,7	17,9
Energía y agua	7,8	8,9	17,9	15,9
Minería y metálicas básicas	12,1	11,6	23,2	16,4
Cementos y material de construcción	11,6	11,6	12,7	13,7
Químicas	2,2	3,5	3,2	6,1
Textil y papeleras	5,4	12,3	15,6	17,3
Metal mecánica	3,9	7,6	11,9	23,7
Alimentación	8,1	6,8	19,9	18,1
Construcción	5,3	4,5	17,0	29,4
Inmobiliarias	8,1	5,6	20,1	25,4
Transportes y comunicaciones	11,4	9,2	28,6	27,6
Otros no financieros	10,0	8,0	20,5	22,7
Bancos	1,5	1,6	17,5	19,6
Seguros	4,7	5,9	2,3	2,7
Sociedades de cartera	5,1	5,3	6,4	8,6
Total	3,6	3,5	18,1	19,1

Fuente: CNMV.

1. Según normas internacionales de información financiera para las empresas con grupo consolidado y normas nacionales para las empresas que no presentan datos consolidados. Los datos para 2006 no incluyen EADS.
2. Resultados antes de intereses e impuestos sobre la media de activo total del año.
3. Resultados del ejercicio después de impuestos sobre la media del patrimonio neto del año.

Anexos estadísticos II

Emisiones de renta variable y OPV de empresas admitidas a cotización en mercados oficiales¹

II.1

Importes en miles de euros

Emisor	Importe efectivo	Operación	Fecha registro CNMV
Tecnocom, Telecomunicaciones y Energía	0,0	Ampliación sin folleto de emisión	10/01/06
Azkoyen	0,0	Ampliación sin folleto de emisión	12/01/06
Sniace	33,6	Ampliación con folleto de emisión	24/01/06
Service Point Solutions	1,6	Ampliación sin folleto de emisión	26/01/06
Tele Pizza	56,8	Ampliación sin folleto de emisión	02/02/06
Bankinter	0,5	Ampliación sin folleto de emisión	09/02/06
EADS ²	7,6	Ampliación sin folleto de emisión	14/02/06
Urbas, Proyectos Urbanísticos	29,5	Ampliación con folleto de emisión	16/02/06
Urbas, Proyectos Urbanísticos	0,8	Ampliación sin folleto de emisión	23/02/06
Nicolás Correa	13,8	Ampliación sin folleto de emisión	09/03/06
Renta Corporación Real Estate	240,1	Combinada. Acciones ordinarias	16/03/06
Avanzit	31,1	Ampliación sin folleto de emisión	23/03/06
Service Point Solutions	0,0	Ampliación sin folleto de emisión	23/03/06
La Seda de Barcelona	44,8	Ampliación sin folleto de emisión	06/04/06
Sogecable	106,1	Ampliación sin folleto de emisión	06/04/06
Avanzit	49,7	Ampliación con folleto de emisión	11/04/06
Iberia	7,7	Ampliación sin folleto de emisión	11/04/06
Parquesol Inmobiliaria y Proyectos	284,8	Combinada. Acciones ordinarias	19/04/06
Grifols	343,2	OPS. Acciones ordinarias	26/04/06
Bankinter	0,5	Ampliación sin folleto de emisión	04/05/06
Agrupación Actividades e Inversiones Inmobiliarias	94,0	Ampliación con folleto de emisión	09/05/06
Astroc Mediterráneo	193,9	OPV. Acciones ordinarias	12/05/06
Sogecable	0,6	Ampliación sin folleto de emisión	18/05/06
Dogi International Fabrics	66,3	Ampliación sin folleto de emisión	23/05/06
Ercros	109,9	Ampliación sin folleto de emisión	25/05/06
General de Alquiler de Maquinaria	113,4	Combinada. Acciones ordinarias	25/05/06
Zeltia	0,0	Ampliación sin folleto de emisión	01/06/06
Técnicas Reunidas	361,8	OPV. Acciones ordinarias	02/06/06
Jazztel	6,6	Ampliación sin folleto de emisión	15/06/06
Jazztel	1,0	Ampliación sin folleto de emisión	15/06/06
Jazztel	119,8	Ampliación con folleto de emisión	15/06/06
NH Hoteles	57,4	Ampliación sin folleto de emisión	20/06/06
Abertis Infraestructuras	0,0	Ampliación sin folleto de emisión	22/06/06
Fadesa Inmobiliaria	29,3	Ampliación sin folleto de emisión	22/06/06
Bolsas y Mercados Españoles	779,2	OPV. Acciones ordinarias	29/06/06

Emisiones de renta variable y OPV de empresas admitidas a cotización en mercados oficiales¹ (continuación) II.1

Importes en miles de euros

Emisor	Importe efectivo	Operación	Fecha registro CNMV
Lanetro Zed		Combinada. Acciones ordinarias	29/06/06
Grupo Inmocaral	747,6	Ampliación con folleto de emisión	05/07/06
Riofisa	243,7	OPV. Acciones ordinarias	05/07/06
Sacyr Vallehermoso	0,0	Ampliación sin folleto de emisión	06/07/06
Service Point Solutions	2,6	Ampliación sin folleto de emisión	06/07/06
Service Point Solutions	1,0	Ampliación sin folleto de emisión	18/07/06
La Seda de Barcelona	418,7	Ampliación con folleto de emisión	19/07/06
Faes Farma	0,0	Ampliación sin folleto de emisión	20/07/06
Banco de Valencia	0,0	Ampliación sin folleto de emisión	25/07/06
Papeles y Cartones de Europa	0,8	Ampliación sin folleto de emisión	27/07/06
Grupo Inmocaral	1.503,3	Ampliación sin folleto de emisión	01/08/06
Grupo Inmocaral	436,3	Ampliación sin folleto de emisión	01/08/06
Mittal Steel Company ²	17.897,3	Ampliación sin folleto de emisión	01/08/06
Zardoya Otis	0,0	Ampliación sin folleto de emisión	01/08/06
Jazztel	0,1	Ampliación sin folleto de emisión	08/08/06
Tavex Algodonera	147,8	Ampliación sin folleto de emisión	10/08/06
Unión Europea de Inversiones	5,7	Ampliación sin folleto de emisión	10/08/06
Mittal Steel Company ²	372,7	Ampliación sin folleto de emisión	05/09/06
Mecalux	0,0	Ampliación sin folleto de emisión	07/09/06
Urbas, Proyectos Urbanísticos	22,0	Ampliación con folleto de emisión	19/09/06
Cía. Levantina de Edificación y Obras Públicas	0,0	Ampliación sin folleto de emisión	21/09/06
Natraceutical	61,6	Ampliación con folleto de emisión	05/10/06
La Seda de Barcelona	0,2	Ampliación sin folleto de emisión	19/10/06
Vocento	333,3	OPV. Acciones ordinarias	20/10/06
Tecnocom, Telecomunicaciones y Energía	10,1	Ampliación sin folleto de emisión	24/10/06
Iberia	0,3	Ampliación sin folleto de emisión	27/10/06
Duro Felguera	0,0	Ampliación sin folleto de emisión	03/11/06
Vidrala	0,0	Ampliación sin folleto de emisión	08/11/06
Vueling Airlines	210,3	Combinada. Acciones ordinarias	16/11/06
Adolfo Domínguez	0,0	Ampliación sin folleto de emisión	23/11/06
Unión Europea de Inversiones	315,7	Ampliación con folleto de emisión	23/11/06
Unipapel	0,0	Ampliación sin folleto de emisión	23/11/06
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	3.000,0	Ampliación sin folleto de emisión	28/11/06
Amci Promocio i Habitatge	9,7	Ampliación con folleto de emisión	29/11/06
Cintra	0,0	Ampliación sin folleto de emisión	30/11/06
Inmobiliaria del Sur	0,0	Ampliación sin folleto de emisión	30/11/06
Inypsa Informes y Proyectos	0,0	Ampliación sin folleto de emisión	30/11/06
Sociedad General de Aguas de Barcelona	1,5	Ampliación sin folleto de emisión	30/11/06
Montebalito	32,8	Ampliación sin folleto de emisión	01/12/06
Libertas 7	0,0	Ampliación sin folleto de emisión	07/12/06

Emisiones de renta variable y OPV de empresas admitidas a cotización en mercados oficiales¹ (continuación) II.1

Importes en miles de euros

Emisor	Importe efectivo	Operación	Fecha registro CNMV
Valenciana de Negocios	0,0	Ampliación sin folleto de emisión	07/12/06
Sniace	4,4	Ampliación sin folleto de emisión	12/12/06
Prim	0,0	Ampliación sin folleto de emisión	14/12/06
Azkoyen	0,0	Ampliación sin folleto de emisión	21/12/06
Sogecable	0,8	Ampliación sin folleto de emisión	28/12/06

Fuente: CNMV.

1. No se consideran aquellas emisiones de renta variable registradas en la CNMV de emisores no admitidos a los mercados oficiales de renta variable. Sí se incluyen aquellas de emisores que, aunque no cotizaran en ese momento, tuvieran la intención declarada de hacerlo.
2. Por el importe total de la ampliación del capital del emisor.

Sociedad	Mercado ²	Motivo. Procedimiento	Fecha
Transportes Azkar	SIBE	Al haberse liquidado la OPA formulada por la propia sociedad de acuerdo con lo previsto en el artículo 7.4 del RD 1197/1991	02 02 06
Cortefiel	SIBE	Al haberse liquidado la OPA formulada por la propia sociedad de acuerdo con lo previsto en el artículo 7.4 del RD 1197/1991	27 03 06
Telefónica Móviles	SIBE	Por fusión. Técnica	31 07 06
Carroggio Ediciones	Corros	A solicitud de la propia entidad emisora. Excluida por la Generalidad de Cataluña	11 01 06
Grand Tibidabo	Corros	Por incumplimiento de los requisitos de información. Excluida por la Generalidad de Cataluña	14 03 06
Marflet	Corros	A solicitud de la propia entidad emisora. Procedimiento intermedio.	31 03 06
Alcinver	Corros	A solicitud de la propia entidad emisora. Excluida por el Gobierno Vasco.	06 04 06
Popularinsa	Corros	Por fusión. Técnica	10 08 06
Cementos Lemona	Corros	A solicitud de la propia entidad emisora.	20 09 06
Forum Inmobiliario Cisneros	Corros	Por fusión. Técnica	06 12 06
Procisa	Corros	A solicitud de la propia entidad emisora.	06 12 06
Saplaya	Corros	Por fusión. Técnica	06 12 06
Tena Inversiones	Corros, IIC	Por baja en el registro administrativo de IIC. Técnica	13 01 06
Análisis de Valores	Corros, IIC	Por baja en el registro administrativo de IIC. Técnica	19 01 06
Ineder Inversiones	Corros, IIC	Por baja en el registro administrativo de IIC. Técnica	19 01 06
Links Inversiones	Corros, IIC	Por baja en el registro administrativo de IIC. Técnica	19 01 06
Mali Inversiones	Corros, IIC	Por baja en el registro administrativo de IIC. Técnica	19 01 06
Inversiones Garibas (en liquidación)	Corros, IIC	Al haber sido inscrita la baja en el registro mercantil. Técnica	31 01 06
Pomodoro Inversiones (en liquidación)	Corros, IIC	Al haber sido inscrita la baja en el registro mercantil. Técnica	31 01 06
Dehasa (en liquidación)	Corros, IIC	Al haber sido inscrita la baja en el registro mercantil. Técnica	09 02 06
Cartesor (en liquidación)	Corros, IIC	Al haber sido inscrita la baja en el registro mercantil. Técnica	13 02 06
Jusa Patrimonio 2001 (en liquidación)	Corros, IIC	Al haber sido inscrita la baja en el registro mercantil. Técnica	15 02 06
Cartera Mundial	Corros, IIC	Al haber sido inscrita la baja en el registro mercantil. Técnica	23 02 06
Siluric	Corros, IIC	Por baja en el registro administrativo de IIC. Técnica	02 03 06
Valores Corona (en liquidación)	Corros, IIC	Excluida por el Gobierno Vasco.	15 03 06
Lebasi de Inversiones (en liquidación)	Corros, IIC	Excluida por la Generalidad de Cataluña.	22 03 06
Faperna Inversiones (en liquidación)	Corros, IIC	Al haber sido inscrita la baja en el registro mercantil. Técnica	30 03 06
St. Moritz Inversiones (en liquidación)	Corros, IIC	Excluida por el Gobierno Vasco.	31 03 06
Walfis Finance	Corros, IIC	Excluida por la Generalidad de Cataluña.	18 04 06
Intermoney ¹	Corros, IIC	Al haber sido inscrita la baja en el registro mercantil. Técnica	20 04 06
Canigo Inversiones	Corros, IIC	Al haber sido inscrita la baja en el registro mercantil. Técnica	21 04 06
Alcumar Financiera	Corros, IIC	Por baja en el registro administrativo de IIC. Técnica	22 05 06
Pentacore Inversiones	Corros, IIC	Al haber sido inscrita la baja en el registro mercantil. Técnica	07 06 06
Calais de Inversiones	Corros, IIC	Por baja en el registro administrativo de IIC. Técnica	08 06 06
Unifond (en liquidación)	Corros, IIC	Al haber sido inscrita la baja en el registro mercantil. Técnica	27 06 06
Almunia Patrimonio	Corros, IIC	Al haber sido inscrita la baja en el registro mercantil. Técnica	28 06 06
Eurozitro	Corros, IIC	Por baja en el registro administrativo de IIC. Técnica	03 10 06

Sociedades excluidas de cotización bursátil en 2006¹ (continuación)

II.2

Sociedad	Mercado²	Motivo. Procedimiento	Fecha
Albiorma Inversiones	Corros, IIC	Al haber sido inscrita la baja en el registro mercantil. Técnica	06 10 06
Tigna Ventura	Corros, IIC	Al haber sido inscrita la baja en el registro mercantil. Técnica	10 10 06
Flow Inversiones	Corros, IIC	Excluida por la Generalidad de Cataluña.	11 10 06
Good Lion Investment	Corros, IIC	Por fusión. Técnica	11 10 06
Foncyg	Corros, IIC	Por baja en el registro administrativo de IIC. Técnica	06 11 06
Anoa Finanzas	Corros, IIC	A solicitud de la propia entidad emisora.	09 11 06
Barra Alta	Corros, IIC	Por fusión. Técnica	21 11 06
Timberline Investment	Corros, IIC	Por fusión. Técnica	21 11 06
Valinsa	Corros, IIC	Excluida por la Generalidad de Cataluña.	21 11 06
Villamarta Finance	Corros, IIC	Excluida por la Generalidad de Cataluña.	23 11 06
A.A. Inver Plusquam	Corros, IIC	Excluida por la Generalidad de Cataluña.	04 12 06
Rentivasa de Inversiones	Corros, IIC	Por baja en el registro administrativo de IIC. Técnica	08 12 06
Balinvest/Ac 5,00	Corros, IIC	Por baja en el registro administrativo de IIC. Técnica	22 12 06
Gesinbesa Valores	Corros, IIC	Excluida por la Generalidad de Cataluña.	22 12 06
Byada	2.º Mercado	A solicitud de la propia entidad emisora.	06 10 06

Fuente: CNMV.

1. No incluye las SICAV que se excluyeron de bolsas para trasladarse al MAB.
2. En el caso de que una sociedad sea una IIC, se incluye dicha información en esta columna.

Rentabilidad en el periodo (%)

	2003	2004	2005	2006	2006			
					1 Trim.	2 Trim.	3 Trim.	4 Trim.
Bolsa de Madrid								
Petróleo y energía	25,0	20,1	28,0	33,3	7,7	1,1	18,9	3,0
Mat. básicos, industria y construcción	26,9	28,7	43,4	61,9	25,4	2,5	11,3	19,0
Bienes de consumo	7,9	34,7	24,2	31,9	9,6	0,9	8,4	10,1
Servicios de consumo	40,0	34,3	21,2	8,6	4,1	10,6	8,8	7,3
Servicios financieros e inmobiliarios	30,5	8,9	22,7	34,9	14,1	5,0	13,3	9,9
Tecnología y telecomunicaciones	40,6	18,4	6,6	28,4	2,9	0,0	5,0	18,8
Banca	31,0	7,6	19,2	27,3	12,6	5,6	11,2	7,7
Inmobiliarias y otros	18,4	23,7	72,9	111,2	26,2	2,8	28,5	26,6
Índice General de la Bolsa de Madrid	27,4	18,7	20,6	34,5	11,3	2,7	12,5	10,4

Bolsa de Barcelona

Eléctricas	29,4	17,1	29,9	48,3	15,1	1,1	26,8	0,5
Bancos	31,1	5,7	19,4	26,0	10,9	5,5	10,6	8,7
Químicas	23,1	23,4	29,1	7,2	3,0	6,4	5,7	11,5
Cementos, construcción e inmobiliarias	20,9	29,9	56,9	85,6	32,9	2,3	20,4	18,7
Metalúrgica	13,4	28,5	17,7	77,9	29,1	7,1	6,1	21,3
Alimentación, agrícola y forestal	30,4	27,8	35,6	32,4	10,1	1,2	3,3	15,1
Textil y papelera	24,8	33,2	32,5	42,0	17,2	0,1	9,9	10,2
Comercio y finanzas	16,5	33,6	26,7	34,4	31,4	16,7	15,3	6,5
Servicios diversos	39,1	23,0	2,2	20,6	3,1	5,3	3,0	20,0
BCN Global 100	32,0	17,6	12,7	29,3	9,2	4,2	9,5	12,9

Fuente: Bolsas y Mercados Españoles.

Concentración sectorial de la capitalización¹

II.4

Número

Sector	2005				2006			
	25%	50%	75%	100%	25%	50%	75%	100%
Petróleo	1	1	2	2	1	1	2	2
Energía y agua	1	2	4	11	1	2	3	11
Minería y metálicas básicas	1	1	2	10	1	2	2	11
Cementos y mat. construcción	1	2	3	6	1	2	2	5
Químicas	1	1	1	4	1	1	1	4
Textil y papeleras	1	1	1	20	1	1	1	20
Metal mecánica	1	1	1	14	1	1	2	16
Alimentación	1	1	4	18	1	2	4	17
Construcción	1	3	4	7	1	3	4	7
Inmobiliarias	2	3	5	30	1	4	7	30
Transportes y comunicaciones	1	1	2	9	1	1	1	7
Otros no financieros	2	4	7	22	2	5	9	21
Bancos	1	2	3	15	1	2	3	15
Seguros	1	1	2	2	1	1	2	2
Sociedades de cartera	1	1	2	15	1	1	2	15
SICAV	26	232	920	3.112	13	72	238	747
Entidades de financiación	1	1	1	1	1	1	1	1

Fuente: CNMV.

1. Incluye únicamente la capitalización de empresa que hayan tenido negociación durante el año. No incluye Latibex ni MAB.

Porcentaje de la capitalización por sectores y mayores empresas respecto al conjunto del mercado¹

11,5

Sector	% sector/mercado ²	Empresas de mayor capitalización del sector ³	% empresa/mercado ⁴
Petróleo	5,8	Repsol YPF	3,8
		CEPSA	1,9
Energía y agua	12,7	Endesa	4,6
		Iberdrola	3,6
		Gas Natural Sdg	1,6
Minería y metálicas básicas	8,0	Mittal Steel Company	3,6
		Arcelor	3,3
		Acerinox	0,7
Cementos y material construcción	0,7	Cementos Portland	0,3
		Cementos Molins	0,2
		Uralita	0,1
Químicas	3,5	Bayer Aktiengesellschaft	3,1
		Faes Farma	0,2
		Zeltia	0,1
Textil y papeleras	4,0	Inditex	3,1
		Grifols	0,3
		Grupo Empresarial Ence	0,2
Metal mecánica	4,3	EADS	2,6
		Zardoya Otis	0,7
		Abengoa	0,3
Alimentación	2,5	Altadis	1,2
		Ebro Puleva	0,4
		Damm	0,2
Construcción	7,2	ACS	1,8
		Sacyr Vallehermoso	1,5
		Grupo Ferrovial	1,2
Inmobiliarias	6,0	Metrovacesa	1,6
		Grupo Inmocaral	0,8
		Astroc Mediterráneo	0,6
Transportes y comunicaciones	12,5	Telefónica	9,5
		Abertis Infraestructuras	1,6
		Cintra	0,8
Otros (no financieros)	4,9	Telecinco	0,6
		Gamesa Corp.	0,6
		Antena 3 Televisión	0,5
Bancos	25,4	Banco Santander Central Hispano	10,6
		Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	7,8
		Banco Popular Español	2,0
Seguros	0,9	Corporación Mapfre	0,5
		Grupo Catalana Occidente	0,4
Sociedades de cartera	0,4	NH Hoteles	0,2

Porcentaje de la capitalización por sectores y mayores empresas respecto al conjunto del mercado¹ (continuación)

II.5

Sector	% sector/mercado ²	Empresas de mayor capitalización del sector ³	% empresa/mercado ⁴
		Unión Europea de Inversiones	0,1
		Dinamia Capital Privado	0,0
SICAV ⁵	1,1	Cartera Mobiliaria Carmosa	0,1
		Soixa	0,0
		Torrenova Inversiones	0,0
Entidades de financiación	0,0	Amci Promocio i Habitatge	0,0

Fuente: CNMV.

1. Capitalización a final del ejercicio.
2. Porcentaje de la capitalización de las empresas del sector respecto a la capitalización total del mercado.
3. Tres mayores empresas por capitalización de cada sector.
4. Porcentaje de la capitalización de las empresas citadas respecto a la capitalización total del mercado.
5. Incluye las sociedades de inversión mobiliaria de capital variable que cotizan en las bolsas de valores.

Importes en millones de euros

Empresa	Capitalización ¹			Contratación		
	2005	2006	% total ²	2005	2006	% total ²
Banco Santander Central Hispano	69.735,4	88.435,8	10,6	159.517,1	196.755,6	17,1
Telefónica	62.547,6	79.328,6	9,5	160.344,6	189.951,5	16,5
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	51.134,0	64.787,9	7,8	109.819,1	158.951,7	13,8
Endesa	23.525,5	37.935,1	4,6	49.031,7	87.407,9	7,6
Repsol YPF	30.118,7	31.986,6	3,8	65.548,0	86.286,2	7,5
Iberdrola	20.816,8	29.859,3	3,6	36.166,8	57.222,7	5,0
Arcelor ³	13.467,2	27.452,7	3,3	4.414,0	5.293,3	0,5
Inditex	17.172,8	25.438,1	3,1	12.574,9	13.822,1	1,2
Banco Popular Español	12.519,0	16.687,9	2,0	21.077,9	23.175,7	2,0
ACS	9.601,7	15.071,2	1,8	13.581,3	11.353,1	1,0
Abertis Infraestructuras	12.310,7	13.680,2	1,6	5.499,3	5.892,0	0,5
Gas Natural	10.594,4	13.428,8	1,6	5.537,0	8.019,1	0,7
Metrovacesa	5.221,7	13.079,7	1,6	5.161,7	12.524,4	1,1
Sacyr Vallehermoso	5.654,1	12.808,6	1,5	3.636,6	6.487,2	0,6
Banesto ⁴	8.769,4	11.637,0	1,4	1.763,6	3.470,3	0,3
Unión Fenosa	9.576,1	11.425,5	1,4	13.478,5	12.088,7	1,1
Banco de Sabadell	6.781,0	10.376,6	1,2	4.820,0	7.967,8	0,7
Grupo Ferrovial	8.205,5	10.372,6	1,2	7.065,1	12.108,4	1,1
Altadis	10.316,6	10.155,2	1,2	25.284,9	31.018,3	2,7
FCC	6.254,2	10.079,8	1,2	3.492,5	7.552,6	0,7
Acciona	6.002,3	8.966,9	1,1	4.421,3	7.871,0	0,7
Cintra Conc. Infraestructuras y Transportes	4.798,2	6.549,0	0,8	4.914,8	5.454,3	0,5
Acerinox	3.189,3	5.981,5	0,7	6.548,3	8.689,9	0,8
Gestevisión Telecinco	5.258,4	5.322,5	0,6	7.863,5	8.335,1	0,7
Gamesa Corporación Tecnológica	3.007,2	5.072,8	0,6	6.427,5	8.400,4	0,7
Bankinter	3.652,0	4.683,7	0,6	2.667,6	3.862,4	0,3
Red Eléctrica de España	3.538,7	4.394,9	0,5	4.885,9	7.298,9	0,6
Enagás	3.772,0	4.206,5	0,5	5.710,9	7.742,4	0,7
Corporación Mapfre ⁵	3.332,7	4.085,2	0,5	2.887,8	3.988,7	0,3
Fadesa Inmobiliaria ⁶	3.124,2	3.982,9	0,5	2.900,1	5.503,7	0,5
Antena 3 Televisión	4.475,6	3.766,3	0,5	5.126,9	7.386,0	0,6
Sogecable	4.522,5	3.703,6	0,4	7.830,4	6.289,2	0,5
Telefónica Publicidad e Información ⁷	2.588,5	2.996,5	0,4	2.438,2	5.534,3	0,5
Prisa	3.150,9	2.890,5	0,3	2.169,0	2.856,2	0,2
Indra Sistemas	2.413,6	2.720,6	0,3	4.453,6	4.490,1	0,4
Iberia Líneas Aéreas de España	2.159,8	2.616,7	0,3	5.500,1	5.253,2	0,5
NH Hoteles ⁸	1.583,8	1.858,0	0,2	2.622,5	3.193,5	0,3
Telefónica Móviles ⁹	38.412,0			5.036,9	17.038,1	1,5

Fuente: CNMV

1. Capitalización a último día del año
2. Respecto al total del mercado.
3. Excluida del índice el 06/07/2006
4. Incluida en el índice el 01/08/2006.
5. Incluida en el índice el 25/07/2006.
6. Incluida en el índice el 03/07/2006.
7. Excluida del índice el 25/07/2006.
8. Excluida del índice el 03/07/2006 e incluida de nuevo el 17/08/2006.
9. Excluida del índice el 25/07/2006.

%

	Rentabilidad		Volatilidad		Ratio precio beneficios ¹		Rentabilidad por dividendos ²	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006
Banco Santander Central Hispano	22,1	26,8	14,2	17,6	13,3	13,3	3,3	3,1
Telefónica	4,7	26,8	12,4	15,3	14,4	14,0	1,6	3,4
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	15,6	21,0	13,0	17,8	13,7	12,7	3,2	3,2
Endesa	28,5	61,3	16,0	23,1	12,8	14,9	3,5	7,2
Repsol YPF	28,8	6,2	17,8	22,3	9,1	9,8	2,0	2,5
Iberdrola	23,5	43,4	12,3	24,2	15,4	18,8	3,5	2,9
Arcelor ³	23,5	105,7	22,8	38,2	4,3	8,4	4,8	2,8
Inditex	27,0	48,1	16,9	20,7	21,7	26,2	1,1	1,3
Banco Popular Español	6,2	33,3	12,4	15,2	13,9	15,8	3,5	2,8
ACS	62,0	57,0	19,0	19,0	16,3	18,3	1,7	1,9
Abertis Infraestructuras	37,8	11,1	16,4	16,8	24,7	25,9	2,2	2,1
Gas Natural	4,0	26,8	13,7	21,4	17,0	18,6	3,2	3,0
Metrovacesa	72,2	150,5	22,6	43,7	19,5	34,8	2,3	0,9
Sacyr Vallehermoso	74,8	126,6	22,1	37,6	16,1	31,5	2,1	1,0
Banesto ⁴	23,5	36,4	13,1	17,2	14,3	11,8	0,0	0,0
Unión Fenosa	62,4	19,3	18,1	16,2	16,5	18,4	2,1	2,0
Banco de Sabadell	28,8	53,0	15,3	15,2	15,2	18,7	2,5	2,2
Grupo Ferrovial	48,8	26,4	22,9	29,0	21,9	24,8	1,5	1,3
Altadis	13,7	3,5	14,5	19,1	17,2	19,1	2,4	2,5
FCC	35,2	61,2	18,6	26,4	15,4	18,9	3,0	2,1
Acciona	45,1	49,4	22,2	29,3	20,1	23,1	1,8	1,6
Cintra Conc. Infraestructuras y Transportes	20,8	36,6	22,5	22,5	n.d.	n.d.	0,6	0,6
Acerinox	4,1	87,6	18,3	21,0	12,2	14,6	2,1	1,3
Gestevisión Telecinco	40,4	1,2	23,4	22,5	18,1	17,3	3,3	4,7
Gamesa Corporación Tecnológica	20,0	68,7	23,1	25,7	14,7	22,7	2,4	1,4
Bankinter	19,6	27,2	15,5	22,9	17,8	20,5	2,5	2,1
Red Eléctrica de España	58,5	24,2	19,1	17,7	22,2	22,3	2,5	2,4
Enagás	29,5	11,5	19,6	20,9	20,3	18,9	2,3	2,3
Corporación Mapfre ⁵	28,6	22,6	18,7	20,1	n.d.	n.d.	2,1	1,9
Fadesa Inmobiliaria ⁶	95,4	26,3	29,2	32,8	17,0	16,8	1,0	1,0
Antena 3 Televisión	51,5	9,6	27,1	26,2	21,0	17,0	1,9	4,5
Sogecable	4,6	20,3	20,9	28,1	n.d.	n.d.	0,0	0,0
Telefónica Publicidad e Información ⁷	5,1	15,8	16,0	14,2	21,1	21,8	4,2	4,1
Prisa	7,8	8,3	18,2	20,4	n.d.	n.d.	0,8	1,1
Indra Sistemas	31,3	12,7	17,5	21,7	22,9	23,9	3,2	2,1
Iberia Líneas Aéreas de España	10,2	20,5	23,8	23,8	17,6	27,6	2,2	0,7
NH Hoteles ⁸	35,8	13,3	22,1	26,3	32,3	27,3	1,1	1,0
Telefónica Móviles ⁹	4,2	20,2	18,3	20,6	19,7	n.d.	2,2	1,8

Fuente: Datastream

1. Ratio del precio al cierre del año sobre los beneficios esperados en ese momento según datos de IBES.

2. Ratio de dividendos distribuidos respecto al precio.

3. Excluida del índice el 06/07/2006.

4. Incluida en el índice el 01/08/2006.

5. Incluida en el índice el 25/07/2006.

6. Incluida en el índice el 03/07/2006.

7. Excluida del índice el 25/07/2006.

8. Excluida del índice el 03/07/2006 e incluida de nuevo el 17/08/2006.

9. Excluida del índice el 25/07/2006. Los datos disponibles son para el día previo a su exclusión.

Importes en millones de euros y %

Compañía	Autor de la oferta	Finalidad	% capital social sobre el que se dirige	Importe realizado efectivo	Resultado en % ¹
Cementos Lemona	Cementos Pórtland Valderrivas	Aumento de participación	69,28 (mín. = 19,28%)	234	65,34
Sogecable	Promotora de Informaciones	Aumento de participación	Máximo 20,00 (mín. = 16,00%)	988	20,00 (prorratio 27,58%)
Unión Fenosa	ACS	Aumento de participación	Máximo 10,00	1.005	10,00 (prorratio 37,28%)
Cortefiel	MEP Retail España	Exclusión	12,61	57	3,93
Endesa	Gas Natural SDG	Toma de control	100,00 (mín. = 75,00%)	OPA desistida	OPA desistida
Hullas del Coto Cortés	Comile	Toma de control	100,00	30	77,63
Tele Pizza	Foodco Pastries Spain y Medimosal	Toma de control	77,92 (mín. = 49,00%)	735	63,47
Tele Pizza	Food Service Projet	Toma de control	100,00 (mín. = 49,00%)	OPA desistida	OPA desistida
Metrovacesa	Cresa Patrimonial	Aumento de participación	Máximo 20,00	1.218	15,32
Arcelor ²	Mittal Steel Company	Toma de control	100,00 (mín. = 53,65%)	1.881	92,93
Telefónica Publicidad e Información	Midorina	Toma de control	100,00 (mín. = 59,90%)	2.892	94,25
Tele Pizza	Vidisco	Toma de control	100,00 (mín. = 49,00%)	OPA desistida	OPA desistida
Inmobiliaria Colonial	Grupo Inmocaral	Toma de control	100,00 (mín. = 39,37%)	3.513	93,41
Europistas, Concesionaria Española	Isolux Wat Ingeniería y Bendía	Toma de control	100,00 (mín. = 27%)	OPA desistida	OPA desistida
Metrovacesa	Alteco Gestión y Promoción de Marcas y Mag Import	Aumento de participación	Máximo 26,00	1.954	24,00
Europistas, Concesionaria Española	Sacyr Vallehermoso Participaciones	Aumento de participación	67,61 (mín. = 27%)	724	58,82
Inmobiliaria Urbis	Construcciones Reyal	Toma de control	100,00 (mín. = 50,27%)	3.198	96,41
Endesa	E.ON Zwölfte Verwaltungs	Toma de control	100,00 (mín. = 50,27%)	Plazo abierto	Plazo abierto
Sotogrande	NH Hoteles	Aumento de participación	20,94	101	18,66
Parquesol Inmobiliaria y Proyectos	Udramed	Toma de control	100,00 (mín. = 50,00%)	466	50,79
Obrascón Huarte Lain	Cartera Villar Mir	Aumento de participación	49,28	0	0,00
Total importe				18.996,6	

Fuente: CNMV.

1. Porcentaje respecto al capital social. En caso de que haya habido prorratio, se incluye el coeficiente del mismo.

2. En importe realizado efectivo se incluye únicamente el mercado español.

Sociedades cotizadas en Latibex por sectores

II.9

Importes en millones de euros, salvo otra indicación

	N.º empresas		Capitalización			Contratación		
	2005	2006	2005	2006	% var. 06/05	2005	2006	% var. 06/05
Petróleo	2	2	65.121,5	82.601,6	26,8	65,8	89,3	35,7
Energía y agua	4	5	19.759,0	27.295,4	38,1	54,5	61,6	13,1
Minería y metálicas básicas	5	5	45.473,2	60.419,6	32,9	169,9	202,0	18,9
Químicas	1	1	1.705,3	1.283,8	24,7	18,4	16,0	13,3
Textil y papeleras	2	2	2.417,9	3.173,2	31,2	7,1	10,4	47,0
Metal mecánica	1	1	2.868,0	2.838,6	1,0	31,8	30,3	4,8
Alimentación	2	2	3.079,5	3.826,3	24,2	20,4	66,4	225,6
Inmobiliarias	2	2	1.876,9	2.353,5	25,4	5,7	15,9	179,7
Transportes y comunicaciones	3	3	56.257,6	56.905,2	1,2	83,3	110,2	32,3
Otros no financieros	2	2	1.832,6	3.374,9	84,1	7,8	6,7	14,3
Bancos	6	6	18.342,9	21.008,3	14,5	69,9	71,8	2,7
Entidades de financiación	2	3	3.649,6	6.561,6	79,8	22,0	42,6	93,8
Total	32	34	222.384,1	271.641,8	22,1	556,7	723,3	29,9

Fuente: CNMV.

Emisiones brutas de las Administraciones Públicas

II.10

Importes nominales en millones de euros

	Importe						
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	% var. 06/05
Estado	66.906	67.363	73.089	78.616	67.806	57.962	14,5
Corto plazo	27.070	32.235	36.208	36.964	29.512	25.891	12,3
Largo plazo	39.836	35.127	36.881	41.652	38.293	32.071	16,2
Comunidades Autónomas	4.787	8.321	7.975	7.131	10.170	9.454	7,0
Corto plazo	2.455	3.323	3.785	4.056	4.132	4.517	9,3
Largo plazo	2.332	4.998	4.190	3.076	6.037	4.937	18,2
Corporaciones locales	259	369	102	310	200	590	194,7
Corto plazo							
Largo plazo	259	369	102	310	200	590	194,7
Total AAPP	71.951	76.053	81.166	86.057	78.176	68.006	13,0

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Emisiones netas de las Administraciones Públicas

II.11

Importes nominales en millones de euros

	Importe						% var. 06/05
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
Estado	4.334	7.586	328	6.650	3.890	4.789	
Corto plazo	9.079	247	2.935	1.653	3.819	1.993	47,8
Largo plazo	13.413	7.339	2.608	8.304	7.709	2.796	
Comunidades Autónomas	690	3.000	1.822	1.551	2.797	1.827	34,7
Corto plazo	266	67	154	230	276	141	
Largo plazo	424	2.933	1.976	1.321	2.521	1.968	21,9
Corporaciones locales	88	170	38	18	5	228	
Corto plazo							
Largo plazo	88	170	38	18	5	228	
Total AA.PP.	4.936	10.756	2.112	8.183	6.682	2.734	

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Contratación de deuda del Estado entre titulares de cuenta. Operaciones a vencimiento¹, con pacto de recompra y simultáneas

II.12

Importes nominales en millones de euros

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	% var. 06/05
Letras	491.981	223.432	508.880	472.518	484.161	480.711	0,7
A vencimiento	21.790	14.770	62.075	85.222	82.515	64.164	22,2
Contado	21.631	14.770	61.662	84.833	82.389	63.694	22,7
Plazo	159	0	413	389	126	470	273,8
Pacto de recompra	22.191	9.206	7.030	1.990	411	0	
Simultáneas	448.000	199.455	439.775	385.306	401.234	416.547	3,8
Bonos y obligaciones	5.175.151	6.239.664	7.217.128	7.308.084	7.260.528	7.062.437	2,7
A vencimiento	792.774	997.195	901.582	562.627	491.550	447.211	9,0
Contado	775.417	982.835	882.482	552.418	481.854	444.083	7,8
Plazo	17.357	14.360	19.099	10.209	9.696	3.128	67,7
Pacto de recompra	62.686	88.078	58.550	94.254	69.327	96	99,9
Simultáneas	4.319.691	5.154.391	6.256.997	6.651.203	6.699.650	6.615.129	1,3
Total	5.667.131	6.463.096	7.726.009	7.780.602	7.744.688	7.543.148	2,6

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

1. La operativa a vencimiento comprende operaciones al contado y a plazo.

Contratación de Letras del Tesoro entre titulares de cuenta. Distribución por tipo de contratación

II.13

Importes nominales en millones de euros

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	% var. 06/05
A vencimiento¹	21.790	14.770	62.075	85.222	82.515	64.164	22,2
Senaf		0	27.093	36.350	13.119	5.111	61,0
MTS España		191	13.103	13.580	16.959	12.464	26,5
EuroMTS		0	0	180	170	260	52,9
Brokertec							
Negociación bilateral	21.790	14.579	21.879	35.112	52.267	46.329	11,4
Repos²	470.191	208.661	446.806	387.297	401.646	416.547	3,7
Senaf		1.866	30.527	18.211	25.543	7.579	70,3
MTS España			243	0	0	53	
EuroMTS					0	0	
Brokertec							
Negociación bilateral	470.191	206.795	416.036	369.086	376.103	408.915	8,7
Total	491.981	223.432	508.880	472.518	484.161	480.711	0,7

Fuente: Banco de España, Dirección General del Tesoro y Política Financiera y elaboración propia.

1. La operativa a vencimiento comprende operaciones al contado y a plazo.
2. Repos comprende operaciones simultáneas y operaciones con pacto de recompra.

Contratación de obligaciones y bonos del Estado entre titulares de cuenta. Distribución por tipo de contratación

II.14

Importes nominales en millones de euros

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	% var. 06/05
A vencimiento¹	792.774	997.195	901.582	562.627	491.550	447.211	9,0
Senaf	319.000	440.628	253.653	69.758	57.554	89.118	54,8
MTS España		105.175	183.208	85.265	83.830	72.581	13,4
EuroMTS	116.162	105.031	111.705	47.503	24.462	11.170	54,3
Brokertec	7.344	6.403	2.137	337	312	0	100,0
Negociación bilateral	350.268	339.958	350.879	359.764	325.392	274.343	15,7
Repos²	4.382.377	5.242.469	6.315.551	6.745.457	6.768.978	6.615.226	2,3
Senaf		26.217	436.455	277.358	127.478	76.788	39,8
MTS España			7.501	388	0	1.949	
EuroMTS						0	
Brokertec							
Negociación bilateral	4.382.377	5.216.252	5.871.595	6.467.711	6.641.500	6.536.489	1,6
Total	5.175.151	6.239.664	7.217.133	7.308.084	7.260.528	7.062.437	2,7

Fuente: Banco de España, Dirección General del Tesoro y Política Financiera y elaboración propia.

1. La operativa a vencimiento comprende operaciones al contado y a plazo.
2. Repos comprende operaciones simultáneas y operaciones con pacto de recompra.

Contratación de deuda del Estado entre titulares y terceros. Operaciones a vencimiento¹, con pacto de recompra y simultáneas

II.15

Importes nominales en millones de euros

	Importes						% var. 06/05
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
Letras	2.231.422	2.012.442	2.098.975	1.800.846	1.746.209	1.214.840	30,4
A vencimiento	36.715	25.326	28.120	30.328	33.963	29.167	14,1
Contado	36.485	25.325	28.089	30.119	33.698	29.137	13,5
Plazo	230	0	31	209	265	30	88,6
Pacto de recompra	2.164.743	1.985.247	2.069.898	1.768.729	1.709.341	1.185.339	30,7
Simultáneas	29.964	1.868	957	1.789	2.905	334	88,5
Bonos y obligaciones	8.342.190	10.329.895	11.465.342	13.252.235	12.729.047	13.851.199	8,8
A vencimiento	1.215.831	1.292.148	1.318.652	1.571.265	2.040.064	2.683.862	31,6
Contado	1.208.224	1.288.012	1.274.648	1.469.329	1.740.267	2.365.603	35,9
Plazo	7.606	4.136	44.004	101.936	299.797	318.259	6,2
Pacto de recompra	6.503.208	8.103.296	9.042.194	10.613.122	9.631.174	9.850.322	2,3
Simultáneas	623.151	934.451	1.104.496	1.067.848	1.057.808	1.317.014	24,5
Total	10.573.612	12.342.337	13.564.317	15.053.081	14.475.256	15.066.039	4,1

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

1. La operativa a vencimiento comprende operaciones al contado y a plazo.

Número de emisores y emisiones registradas en la CNMV: detalle por instrumentos

II.16

	Número de emisores ¹		Número de emisiones	
	2005	2006	2005	2006
A largo plazo	118	121	183	252
Bonos y obligaciones no convertibles	49	46	93	115
de las cuales: deuda subordinada	21	27	22	35
Bonos y obligaciones convertibles	4	1	4	1
Cédulas hipotecarias	9	11	21	37
Cédulas territoriales	2	5	3	6
Bonos de titulización	53	61	54	82
de activos (BTA)	46	58	47	79
hipotecarios (BTH)	7	3	7	3
Participaciones preferentes	6	9	7	11
Otras emisiones	1	0	1	0
A corto plazo	68	68	81	83
Pagarés de empresa	68	68	81	83
de los cuales, de titulización de activos	3	3	3	3
Total	155	159	264	335

Fuente: CNMV.

1. En el caso de los emisores no son cifras excluyentes, un solo emisor ha podido emitir en más de un tipo instrumento.

Importes en millones de euros

Nombre de la sociedad emisora	Importe nominal emitido		
	Total	A corto plazo ²	A largo plazo
Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona	23.250	8.000	15.250
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid	18.950	4.000	14.950
AYT Cédulas Cajas Global Fondo de Titulización de Activos	14.495	0	14.495
Banco de Sabadell	14.220	6.000	8.220
BBVA Banco de Financiación	10.000	10.000	0
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	9.530	0	9.530
Banco Popular Español	9.500	7.500	2.000
Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante (Bancaja)	7.550	4.000	3.550
Banco Santander Central Hispano	7.500	0	7.500
Caja de Ahorros de Galicia	7.500	5.000	2.500
Santander Consumer Finance	6.700	5.000	1.700
Caixa D'Estalvis de Catalunya	6.435	2.700	3.735
Bankinter	6.375	5.000	1.375
Caja de Ahorros del Mediterráneo	6.100	5.000	1.100
Programa Cédulas TDA Fondo de Titulización de Activos	5.650	0	5.650
BPE Financiaciones	5.200	0	5.200
Bankinter Sociedad de Financiación	5.000	5.000	0
Banco Pastor	4.000	3.000	1.000

Fuente: CNMV.

1. Emisores que durante 2006 registraron emisiones por importe superior a los 4.000 millones de euros.
2. Pagarés de empresa: emisión o programa registrado.

Principales emisores¹ de renta fija en 2006. Detalle por instrumentos

II.18

Importes en millones de euros

Tipo de activo ²	Emisor	Importe
Bonos y obligaciones simples	Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid	8.950
	Banco de Sabadell	6.050
	BPE Financiaciones	5.200
	Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante (Bancaja)	3.550
	Caja de Ahorros de Galicia	2.200
	Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona	2.000
	Caixa D'Estalvis de Catalunya	1.835
	Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Zaragoza, Aragón y Rioja (Ibercaja)	1.500
	Ente Público RTVE	1.500
Cédulas hipotecarias	Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona	11.750
	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	7.700
	Banco Santander Central Hispano	7.500
	Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid	6.000
	Banco Español de Crédito	3.000
	Banco de Sabadell	2.170
	Banco Popular Español	2.000
	Caixa D'Estalvis de Catalunya	1.900
Cédulas territoriales	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	1.500
	Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona	1.500
Pagarés de empresa ³	BBVA Banco de Financiación	10.000
	Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona	8.000
	Banco Popular Español	7.500
	Banco de Sabadell	6.000
	Bankinter Sociedad de Financiación	5.000
	Bankinter	5.000
	Caja de Ahorros de Galicia	5.000
	Caja de Ahorros del Mediterráneo	5.000
	Santander Consumer Finance	5.000
	Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante (Bancaja)	4.000
	Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid	4.000
	Banco de Andalucía	3.000
	Banco Pastor	3.000
	Caixa D'Estalvis de Catalunya	2.700
	Caja de Ahorros de Salamanca y Soria	2.250
	Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Navarra	2.000
	Endesa Capital	2.000
	Telefónica	2.000
	BBK Empréstitos	1.500
	Caixa D'Estalvis del Penedés	1.500
Caja de Ahorros de Castilla La Mancha	1.500	
Montes de Piedad y Caja de Ahorros de Ronda, Cádiz, Almería, Málaga y Antequera	1.500	

Fuente: CNMV.

1. Emisores con emisión superior a 1.500 millones de euros en 2006, en el instrumento financiero correspondiente.
2. No aparecen ni las obligaciones y bonos convertibles ni las participaciones preferentes por no haber tenido ningún emisor con emisión superior a 1.500 millones de euros.
3. Importe de la emisión o programa registrado.

Emisores de pagarés: mayores¹ saldos vivos a 31 de diciembre de 2006

II.19

Importes en millones de euros

Emisor	Importe	% sobre el total	% acumulado
BBVA Banco de Financiación	6.826	9,0	9,0
Banco Popular Español	6.763	8,9	17,9
Santander Consumer Finance	5.917	7,8	25,7
Banco de Sabadell	5.306	7,0	32,7
Banesto Banco de Emisiones	5.000	6,6	39,3
Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante (Bancaja)	3.462	4,6	43,8
Caja de Ahorros de Galicia	2.854	3,8	47,6
Caixa d'Estalvis de Catalunya	2.760	3,6	51,2
Bankinter	2.745	3,6	54,8
Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona	2.590	3,4	58,3

Fuente: CNMV.

1. Emisores con saldo vivo superior a 2.000 millones de euros.

Principales emisores¹ de bonos de titulización en 2006

II.20

Importes en millones de euros

Emisor	Importe	Activos titulados
AYT Cédulas Cajas Global FTA	14.495	Cédulas hipotecarias
Programa cédulas Tda, FTA	5.650	Cédulas hipotecarias
Cédulas Grupo Banco Popular 2, FTA	3.000	Cédulas hipotecarias
FTA Santander Empresas 2	2.954	Préstamos a empresas (microempresas, PYME y grandes empresas) y a autónomos para financiar sus actividades económicas o la adquisición de bienes inmuebles afectos a su actividad económica.
AYT Génova Hipotecario VIII, FTH	2.100	Titulización hipotecaria
Im Grupo Banco Popular FTPYME I FTA	2.030	PYME
Bancaja 9, FTA	2.023	Certificados de transmisión de hipotecas
Madrid Rmbs I, FTA	2.000	Certificados de transmisión de hipotecas
FTA Santander Hipotecario 2	1.973	Certificados de transmisión de hipotecas
FTA Santander Financiación 1	1.914	Préstamos para financiar el consumo
BBVA 5 FTPYME, FTA	1.900	PYME
Im Grupo Banco Popular Empresas 1, FTA	1.832	PYME
FTA Uci 16	1.820	Participaciones hipotecarias y certificados de transmisión de hipotecas
Madrid Rmbs II FTA	1.800	Certificados de transmisión de hipotecas
TdA CAM 7, FTA	1.750	Participaciones hipotecarias y certificados de transmisión de hipotecas
Bankinter 13 FTA	1.570	Certificados de transmisión de hipotecas
FTPYME TdA CAM 4, FTA	1.529	PYME
Hipocat 10, FTA	1.526	Certificados de transmisión de hipotecas
BBVA Consumo 1, FTA	1.500	Derechos de crédito derivados de préstamos concedidos a personas físicas españolas o residentes para financiar operaciones de compra de mercancías, bienes o servicios (al consumo).
BBVA Consumo 2, FTA	1.500	Derechos de crédito derivados de préstamos concedidos a personas físicas para financiar la compra de mercancías, bienes servicios y automóviles
Foncaixa Hipotecario 9, FTA	1.500	Certificados de transmisión de hipotecas

Fuente: CNMV.

1. Emisores con emisión superior a 1.500 millones de euros en 2006, en el instrumento financiero correspondiente.

2. No aparecen ni las obligaciones y bonos convertibles ni las participaciones preferentes por no haber tenido ningún emisor con emisión superior a 1.500 millones de euros.

3. Importe de la emisión o programa registrado.

Emisiones de titulización emitidas, por naturaleza del activo titulado

II.21

Importes nominales en millones de euros

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Bonos de titulización emitidos						
Mediante FTH (a)	5.113	6.776	5.030	4.890	6.850	4.300
Mediante FTA	6.685	12.027	31.710	45.635	62.194	87.308
Préstamos hipotecarios (b)	1.356	4.247	11.828	13.967	22.870	34.663
Cédulas hipotecarias (c)	4.548	3.500	10.650	18.685	24.280	25.670
Préstamos a promotores (d)	0	320	0	475	730	0
Subtotal hipotecario (a+b+c+d)	11.017	14.843	27.508	38.017	54.731	64.633
Cédulas territoriales	0	0	1.400	0	665	0
Bonos de tesorería	0	0	0	0	1.180	1.450
Préstamos a PYMES ¹	550	3.110	6.253	8.964	6.371	12.795
Créditos AAPP	0	0	0	1.850	0	0
Préstamos consumo	231	0	1.280	235	0	5.527
Préstamos a empresas ²	0	0	0	0	3.100	5.536
Préstamos auto	0	850	0	1.000	2.598	1.360
Otros ³	0	0	300	458	400	306
Total bonos de titulización	11.797	18.803	36.740	50.525	69.044	91.608
Pagarés de titulización emitidos						
Total pagarés de titulización⁴	6.133	6.114	3.870	3.724	2.767	1.993
Total bonos más pagarés	17.931	24.917	40.610	54.248	71.811	93.600

Fuente: CNMV.

1. Incluye los fondos FTPYME, FTGENCAT y otros FTA de préstamos a PYME. El 100% de la cartera de todos ellos son préstamos a PYME.
2. Parte de los préstamos titulizados pueden ser a PYME.
3. Incluye en 2003 un fondo de cuentas a cobrar. En 2004 y 2005, fondos de préstamos para actividades agrícolas y ganaderas. En 2004 y 2006, AYT Fondo Eólico, Fondo de titulización de activos (infraestructura). En 2006, AYT Deuda subordinada I FTA (Obligaciones subordinadas especiales).
4. Emisiones brutas de los FTA con programas de emisión de pagarés de titulización.

Contratación en AIAF por cuenta propia

II.22

Importes nominales en millones de euros

	Importe						% var. 06/05
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
Pagarés	5.853	5.637	2.946	9.440	28.474	41.916	47,21
Bonos y obligaciones	24.509	32.498	48.875	122.989	249.375	155.960	37,46
Cédulas hipotecarias	143	204	184	5.950	5.651	7.071	25,13
Cédulas territoriales	0	0	4	4	111	23,3	79,01
Bonos matador	1.727	3.275	2.992	3.519	2.363	2.915	23,37
Total	32.232	41.614,00	55.001	141.902	285.975	207.885	27,31

Fuente: AIAF y elaboración propia.

Número, partícipes, patrimonio y descomposición de la variación patrimonial de los fondos de inversión mobiliarios e inmobiliarios¹

III.1

Importes en millones de euros

Categoría	Número fondos		Número partícipes		Importe	Patrimonio		Pro memoria		
						Variación patrimonial	Descomposición	Distribución susc.		
	2006	Var.	2006	Var.	2006	%	Importe	Susc. netas	Result. netos	netas FIM (%)
Renta fija corto plazo	374	134	2.537.718	1.854.767	105.731	93,3	51.272	49.005	2.270	97,8
Renta fija largo plazo	157	1	312.531	8.653	8.809	26,6	3.250	3.267	17	6,5
Renta fija mixta	145	9	307.984	2.860	9.331	2,5	1.339	910	428	1,8
Renta variable mixta	148	2	263.070	20.647	7.093	3,3	145	955	811	1,9
Renta variable nacional	118	2	317.386	47.915	10.416	6,9	664	2.219	2.883	4,4
Renta fija internacional	73	1	107.873	1.626	1.865	23,8	544	533	10	1,1
Renta fija mixta internacional	67	4	216.843	34.699	5.983	18,4	807	629	178	1,3
Renta variable mixta internacional	74	2	93.943	31.097	3.056	2,6	274	101	173	0,2
Renta variable euro	114	8	298.551	36.855	7.842	24,2	1.516	382	1.134	0,8
Garantizado renta fija	220	9	497.540	42.303	14.485	7,8	1.131	1.019	112	2,0
Garantizado renta variable	561	47	1.783.867	65.759	44.797	2,3	1.026	3.021	1.995	6,0
Fondos globales	420	73	937.845	330.706	33.934	43,0	8.458	7.302	1.156	14,6
Renta variable internacional Europa	68	0	282.123	29.074	7.667	32,1	1.902	899	1.002	1,8
Renta variable internacional Japón	28	2	84.889	22.853	1.078	32,3	521	395	126	0,8
Renta variable internacional Estados Unidos	42	0	122.457	55.877	1.422	15,6	198	155	43	0,3
Renta variable internacional Emergentes	58	9	117.955	37.577	1.717	24,6	290	78	212	0,2
Renta variable internacional Otros	157	6	352.451	77.564	5.073	10,1	485	15	470	0,0
Total FIM	2.824	273	8.635.026	2.163.442	270.301	30,3	62.851	50.104	12.750	100,0
FIAMM	3	151	2.757	1.975.823	106	99,8	54.645	54.629	17	
Total fondos mobiliarios	2.827	122	8.637.783	187.919	270.407	3,1	8.206	4.524	12.734	
Total fondos inmobiliarios	9	2	150.304	31.447	8.596	32,8	2.119	1.673	446	

Fuente: CNMV.

1. Fondos que han remitido estados reservados (no incluye por tanto fondos en proceso de disolución o liquidación).

Cartera de los fondos: peso en el saldo vivo de valores españoles

III.2

%

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Renta variable cotizada¹	21,9	33,9	2,8	2,6	2,9	4,8	5,2	4,9	4,1
Renta fija privada²	97,9	74,4	16,9	14,4	10,6	9,9	11,1	10,2	6,8
corto plazo	0,0	0,0	21,4	28,6	21,2	16,0	18,2	17,2	13,6
largo plazo	187,4	158,1	14,8	7,8	5,2	6,4	7,1	6,4	6,1
Renta fija pública	16,0	15,0	15,5	9,5	7,9	7,0	5,4	4,8	4,3
corto plazo ³	42,4	27,7	23,7	14,2	18,9	16,7	12,0	12,5	9,2
largo plazo	0,7	2,0	13,9	8,8	6,3	5,5	4,5	3,8	3,7

Fuente: CNMV y Banco de España.

1. Las cifras están a valor de realización. El dato de saldo vivo corresponde a la capitalización de los valores nacionales en el mercado continuo, corros y MAB.
2. En el caso de la renta fija, los importes son nominales.
3. No incluye las adquisiciones temporales de activos.

Gastos repercutidos a los fondos de inversión de carácter financiero

III.3

Importes en millones de euros

	2005		2006		% var. 06/05
	Importes	% s/patrimonio medio diario	Importes	% s/patrimonio medio diario	
Gastos por comisión de gestión	2.2673,8	1,07	2.891,6	1,03	8,1
Gastos por comisión de depositario	247,1	0,10	263,9	0,09	6,8
Resto gastos de explotación	60,5	0,02	64,4	0,02	6,4
Total gastos repercutidos	2.981,4	1,19	3.219,9	1,15	8,0

Fuente: CNMV.

Importes en millones de euros, a valor de mercado

	2005	2006	% var. 06/05
Liquidez	8.208	10.463	0,86
Inversión en cartera	255.274	260.003	96,2
Cartera interior	123.684	127.355	47,1
Acciones	11.602	13.807	0,84
Participación en fondos de inversión	17.256	17323	0,03
Activos monetarios públicos	4.149	2.888	0,48
Otra renta fija pública	10.089	9.892	0,08
Activos monetarios privados	26.851	28.483	0,62
Otra renta fija privada	18.836	23.105	1,63
Warrants y opciones nacionales	483	603	0,05
Adquisición temporal de activos	34.418	31.229	1,22
Cartera no cotizada	0	25	0,01
Cartera exterior	131.590	132.647	0,40
Euros	118.872	118.664	0,08
Resto	12.718	13.983	0,48
Saldo neto (deudores acreedores)	1.280	59	0,47
Patrimonio	262.201	270.407	3,13

Fuente: CNMV.

Evolución de las rentabilidades y las suscripciones netas de los fondos de inversión

III.5

Rentabilidad en % y suscripciones netas en millones de euros

	2001		2002		2003		2004		2005		2006	
	Rentab.	Suscr. netas	Rentab.	Suscr. netas	Rentab.	Suscr. netas	Rentab.	Suscr. netas	Rentab.	Suscr. netas	Rentab.	Suscr. netas
RF Corto plazo	3,84	5.763	2,72	4.117	1,89	12.011	1,78	6.842	1,63	5.607	2,26	49.005
RF Largo plazo	4,02	435	4,34	727	2,58	383	3,4	889	2,14	461	0,47	3.267
RF Mixta	0,5	6.974	3,84	1.912	5,14	323	3,95	15	4,78	1.657	4,87	910
RV Mixta	6,61	2.070	15,92	337	11,34	877	6,87	852	11,62	475	13,06	955
RV Nacional	8,8	304	26,91	105	29,02	511	19,51	1.130	20,61	276	33,25	2.219
RF Internacional	2,89	135	0,64	219	1,66	101	1,82	192	3,67	177	0,11	533
RF Mixta Internacional	1,33	1.501	2,42	246	2,39	1.597	2,98	456	5,4	689	3,1	629
RV Mixta Internacional	8,61	212	17,96	28	7,55	576	4,29	257	12,42	70	4,72	101
RV Euro	19,03	949	33,45	187	16,91	472	9,23	11	22,35	344	19,16	382
RV Internacional	20,83	1.602		110								
Garantizado RF	4,42	914	4,46	2.200	2,39	2.262	2,5	1.853	1,65	354	0,83	1019
Garantizado RV	0,24	2.092	0,37	1.945	2,66	12.873	3,92	1.222	4,02	4.694	4,66	3.021
Fondos Globales	10,44	200	12,42	326	5,79	4.367	2,31	8.070	6,16	3.928	4,1	7.302
RV Internacional Europa			33,78	143	13,36	167	8,61	345	22,23	1.174	17,35	899
RV Internacional Japón			25,41	9	11,84	1	5,94	173	40,9	681	5,61	395
RV Internacional Estados Unidos			34,25	124	10,03	314	0,37	130	12,14	138	4,24	155
RV Internacional Emergentes			24,53	15	26,48	18	22,86	137	52,75	368	22,16	78
RV Internacional. Otros			35,16	363	11,77	252	4,7	21	21,46	51	12,13	15
Total FIM	2,91	9.396	5,62	3.740	5,16	24.528	4,15	19.164	6,13	18.319	5,56	50.104
FIAMM	3,55	9.340	2,42	8.350	1,5	3.843	1,18	739	1,17	3.878	2,06	54.629
Total fondos mobiliarios	1,56	55	3,31	4.610	4,02	28.371	3,36	18.424	5,02	14.441	5,85	4.524
Total fondos inmobiliarios	7,49	207	7,87	459	6,89	559	6,7	1.304	5,35	1.808	5,98	1.673
Pro memoria: importe comercializado por las entidades españolas y las extranjeras residentes												
IIIC extranjeras								6.766		11.770		6.435

Fuente: CNMV.

RF: Renta fija, RV: Renta variable.

Sociedades gestoras de IIC (SGIIC): altas y bajas en 2006

III.6

Anexos
Anexos estadísticos III

Sociedad gestora de IIC	Grupo de control
Altas	
M&B Capital Advisers Gestión, SGIIC, S.A.	M&B Capital Advisers
Optimal Alternative Investments, SGIIC, S.A.	Banco Santander Central Hispano
Algebra Partners, SGIIC, S.A.	Independiente
Proxima Alfa Investments, SGIIC, S.A.	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria
Bajas	
Sogecapital, SGIIC, S.A.,	Société Générale
Hermes Gestión, SGIIC, S.A.	Independiente

Fuente: CNMV.

Cambios de control en SGIIC. 2006

III.7

Entidad	Adquirente
Tomas de control por entidades financieras españolas	
GESDINCO GESTIÓN, SGIIC, S.A.	Renta 4
Tomas de control por entidades financieras extranjeras:	
NIBC PETERCAM GESTIÓN, SGIIC, S.A.	Vontobel

Fuente: CNMV.

ESI extranjeras con pasaporte comunitario: Estado miembro de origen¹ III.8

Número de ESI	2005	2006
Libre prestación de servicios	849	951
Alemania	16	22
Austria	27	26
Bélgica	9	8
Chipre	9	9
Dinamarca	7	7
Eslovenia	1	1
Finlandia	5	5
Francia	41	42
Grecia	7	8
Holanda	43	50
Irlanda	26	26
Italia	5	5
Luxemburgo	10	9
Malta	1	1
Noruega	9	12
Portugal	6	7
Reino Unido	619	704
Suecia	8	9
Sucursales	18	22
Francia	2	2
Holanda	1	2
Portugal	1	0
Reino Unido	14	18
Total	883	973

Fuente: CNMV.

1. Países indicados en las comunicaciones de ESI de Estados miembros de la UE y autorizaciones de ESI de Estados no miembros de la UE.

Entidad	Grupo de control
Sociedades y agencias de valores	
Altas	
Avance Advisors, Agencia de valores, S.A.	Independiente
Q Renta, Agencia de valores, S.A.	Independiente
Affinity 2002, Agencia de valores, S.A.	Independiente
Alpha Finanzas, Agencia de valores, S.A.	Independiente
Triple A Gestiones, Sociedad de valores, S.A.	Independiente
Consultor Servicios Financieros, Sociedad de valores, S.A.	Consulnor
Agentes de Bolsa Asociados, Sociedad de valores, S.A.	Independiente
Bajas	
Invercaixa Valores, Sociedad de valores, S.A.	La Caixa
Espirito Santo Investment, Sociedad de valores, S.A.	Banco Espirito Santo
ING Financial Markets, Agencia de valores, S.A.	ING
Consultor Servicios Financieros, Agencia de valores, S.A.	Consulnor
Agentes de Bolsa Asociados, Agencia de valores, S.A.	Independiente
Sociedades gestoras de cartera	
Bajas	
Los Andes Capital, Sociedad gestora de carteras, S.A.	Independiente
Q Renta, Sociedad gestora de carteras, S.A.	Independiente
ESIS Extranjeras con sucursal	
Altas	
Goldman Sachs International, sucursal en España	Goldman Sachs
Saphire Finance LLP	Saphire Finance LLP
Wallwood Consultants Limited, sucursal en España	Wallwood Consultants Limited
Westlb Mellon Asset Management (Reino Unido) Limited, sucursal en España	WestLB
Abn Amro Asset Management (Holanda) Bv, sucursal en España	ABN
Legg Mason Investments (Europa) Limited, sucursal en España	Legg Mason
Bajas	
Lisbon Brokers, Sociedade Corretora, S.A., sucursal en España	Lisbon
Frank Russell Company Limited, sucursal en España	Frank Russell

Fuente: CNMV.

Cambios de control en sociedades y agencias de valores y sociedades gestoras de cartera. 2006

III.10

Entidad	Adquirente
Tomas de control por entidades financieras españolas	
Padinco Patrimonios, SGC, S.A.	Renta 4
Tomas de control por entidades financieras extranjeras	
Skandia Multigestión, Agencia de valores, S.A.	Old Mutual PLC

Fuente: CNMV.

ESI españolas con pasaporte comunitario. Estado miembro de acogida¹

III.11

Número de ESI	2005	2006
Libre prestación de servicios	139	135
Alemania	19	17
Austria	5	5
Bélgica	10	10
Dinamarca	5	5
Finlandia	5	5
Francia	12	11
Grecia	5	5
Holanda	10	10
Irlanda	8	8
Islandia	3	3
Italia	11	12
Liechtenstein	1	1
Luxemburgo	9	9
Noruega	3	3
Portugal	14	16
Reino Unido	14	10
Suecia	5	5
Sucursales	2	2
Portugal	1	1
Reino Unido	1	1
Pro memoria: Total ESI con actuación transfronteriza²		
Libre prestación de servicios	36	32
Sucursales	2	2

Fuente: CNMV.

1. Países indicados en las comunicaciones de libre prestación de servicios y en las autorizaciones de apertura de sucursales.
2. Número de ESI españolas que prestan servicios en otros Estados, sin contar el número de ellos, puesto que una misma entidad puede prestar servicios en uno o más Estados.

Entidades de crédito extranjeras con pasaporte comunitario para prestar servicios de inversión a 31 de diciembre de 2006. Estado miembro de origen

III.12

Anexos
Anexos estadísticos III

Número de entidades de crédito	2005	2006
Libre prestación de servicios	292	322
Alemania	33	37
Austria	18	19
Bélgica	6	6
Chipre	2	2
Dinamarca	6	7
Finlandia	2	5
Francia	55	60
Holanda	26	27
Hungría	1	1
Irlanda	24	24
Islandia	1	1
Italia	5	5
Liechtenstein	2	2
Luxemburgo	46	49
Malta	1	1
Noruega	2	2
Portugal	9	11
Reino Unido	50	60
Suecia	3	3
Sucursales	40	45
Alemania	5	6
Bélgica	2	2
Dinamarca	1	1
Francia	11	13
Holanda	4	5
Irlanda	0	1
Italia	2	2
Luxemburgo	2	2
Portugal	6	6
Reino Unido	7	7

Fuente: CNMV.

Anexos estadísticos IV

Número de accionistas de las sociedades del Ibex 35¹ con participación significativa

IV.1

Entidades	Participación			
	5% 10%	10% 25%	25% 50%	50% 100%
Abertis	2	2		
Acciona				1
Acerinox	1	3		
ACS		3		
Altadis	4	1		
Antena 3	1	1	1	
Banco Popular	2	1		
Banco Sabadell	1			
Banesto				1
Bankinter	1	2		
BBVA	2			
BSCH	3			
Cintra				1
Enagás	6	1		
Endesa	2	1		
Fadesa				1
FCC		1		1
Ferrovial				1
Gamesa	3	3	1	
Gas Natural	1		2	
Iberdrola	2	1		
Iberia	4	1		
Inditex	2			1
Indra	5	1		
Mapfre				1
Metrovacesa	1	1	2	
NH Hoteles	4	2	1	
Prisa				1
REE	1	1		
Repsol YPF	2	2		
Sacyr	5	3		
Sogecable	1	1	1	
Telecinco	1	1		1
Telefónica	3			
Unión Fenosa	2	1	1	
Total	62	34	9	10

Fuente: CNMV.

1. Composición del Ibex 35 al cierre del ejercicio.

Entidades de crédito con cinco o más reclamaciones y tipo de resolución

IV.2

	Informes favorables al reclamante		Informes desfavorables al reclamante		Avenimientos y desistimientos		Informes sin pronunciamiento	
	Número	% s/Total	Número	% s/Total	Número	% s/Total	Número	% s/Total
Bankinter.	16	59,3	10	37,0	1	3,7	0	0,0
Deutsche Bank	6	50,0	4	33,3	2	16,7	0	0,0
Boursorama sucursal en España	5	45,5	3	27,3	3	27,3	0	0,0
Open Bank Santander Consumer	5	45,5	1	9,1	5	45,5	0	0,0
Caja de Ahorros del Mediterráneo	3	42,9	3	42,9	1	14,3	0	0,0
UNO E Bank	2	40,0	2	40,0	1	20,0	0	0,0
ING Direct, N.V., sucursal en España	3	37,5	5	62,5	0	0,0	0	0,0
Ibercaja	14	35,0	22	55,0	4	10,0	0	0,0
Banco Español de Crédito	8	34,8	12	52,2	3	13,0	0	0,0
Barclays Bank	5	33,3	8	53,3	2	13,3	0	0,0
Banco Inversis net	3	33,3	5	55,6	0	0,0	1	8,3
Banco Santander Central Hispano	38	26,4	82	56,9	22	15,3	2	16,7
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid	8	23,5	20	58,8	6	17,6	0	0,0
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	13	20,6	34	54,0	16	25,4	0	0,0
Caixa d'Estalvis de Catalunya	1	20,0	3	60,0	1	20,0	0	0,0
Renta 4, S.V.	1	20,0	4	80,0	0	0,0	0	0,0
Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona	2	16,7	9	75,0	1	8,3	0	0,0
Banco de Sabadell	2	13,3	10	66,7	2	13,3	1	8,3

Fuente: CNMV.

Referencia	Resoluciones
(1/06)	Resolución del Consejo de la CNMV de 17 de enero de 2006 Resuelve el expediente sancionador incoado a una sociedad emisora, y a varios miembros de su consejo de administración, por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 100 w) LMV manipulación de mercado . Se sanciona a la sociedad con multa de 100.000 euros, y a las personas físicas con multas por un importe global de 55.000 euros.
(2/06)	Orden Ministerial de 25 de enero de 2006 Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona física por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 o) LMV comunicación de información privilegiada . Se la sanciona con multa de 30.050,61 euros.
(3/06)	Orden Ministerial de 10 de marzo de 2006 Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona física por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 o) LMV utilización de información privilegiada . Se la sanciona con multa de 682.555 euros.
(4/06)	Resolución del Consejo de la CNMV de 28 de marzo de 2006 Resuelve el expediente sancionador incoado a una ESI por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 100 t) LMV incumplimiento de normas de conducta . Se la sanciona con multa de 30.000 euros.
(5/06)	Resolución del Consejo de la CNMV de 28 de marzo de 2006 Resuelve el expediente sancionador incoado a una ESI por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 100 t) LMV incumplimiento de normas de conducta , y a una sociedad anónima y su administrador por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 100 o) LMV incumplimiento de la reserva de actividad . Se sanciona a la ESI con multa de 50.000 euros, a la sociedad anónima con multa de 25.000 euros, y a su administrador con multa de 9.000 euros.
(6/06)	Resolución del Consejo de la CNMV de 25 de abril de 2006 Resuelve el expediente sancionador incoado a una sociedad limitada y a su administrador único por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 i) LMV manipulación de mercado . Se declara la inexistencia de responsabilidad en ambos.
(7/06)	Resolución del Consejo de la CNMV de 25 de abril de 2006 Resuelve el expediente sancionador incoado a una ESI y a su presidente y consejero delegado por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 100 t) LMV incumplimiento de normas de conducta . Se sanciona a la ESI y a la persona física con multas de 30.000 y 15.000 euros respectivamente.
(8/06)	Orden Ministerial de 10 de mayo de 2006 Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona física por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 o) LMV utilización de información privilegiada . Se la sanciona con multa de 60.000 euros.
(9/06)	Orden Ministerial de 5 de junio de 2006 Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona física, representante de una ESI, por la presunta comisión de dos infracciones muy graves del artículo 99 p) LMV una por incumplimiento de la reserva de actividad, y la segunda por incumplimiento del régimen de representación . Se la sanciona con multas de 36.000 y 6.000 euros respectivamente.
(10/06)	Orden Ministerial de 3 de julio de 2006 Resuelve el expediente sancionador incoado a una ESI y a su presidente y consejero delegado por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 f) LMV incumplimiento de normas en materia de anotaciones en cuenta . Se sanciona a la ESI y a la persona física con multas de 100.000 y 30.000 euros respectivamente.

Referencia	Resoluciones
(11/06)	Orden Ministerial de 15 de septiembre de 2006 Resuelve el expediente sancionador incoado a una ESI por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 l) LMV incumplimiento de obligaciones previstas en el artículo 70 del mismo texto legal . Se la sanciona con multa de 30.000 euros.
(12/06)	Resolución del Consejo de la CNMV de 26 de octubre de 2006 Resuelve el expediente sancionador incoado a una ESI residente, y a una gestora de fondos de Inversión no residente, por la presunta comisión de infracción muy grave del artículo 99 o) LMV la ESI por comunicar información privilegiada, y la gestora por su utilización . Se declara la inexistencia de las infracciones.
(13/06)	Resolución del Consejo de la CNMV de 26 de octubre de 2006 Resuelve el expediente sancionador incoado a una sociedad emisora por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 100 b) bis LMV falta de elaboración y publicación del informe anual de gobierno corporativo . Se la sanciona con multa de 6.000 euros.
(14/06)	Resolución del Consejo de la CNMV de 26 de octubre de 2006 Resuelve el expediente sancionador incoado a una sociedad emisora por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 100 b) bis LMV falta de elaboración y publicación del informe anual de gobierno corporativo . Se la sanciona con multa de 12.000 euros.
(15/06)	Resolución del Consejo de la CNMV de 26 de octubre de 2006 Resuelve el expediente sancionador incoado a una sociedad emisora por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 100 b) bis LMV falta de elaboración y publicación del informe anual de gobierno corporativo . Se la sanciona con multa de 12.000 euros.
(16/06)	Orden Ministerial de 29 de noviembre de 2006 Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona jurídica por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 p) LMV comunicación de participaciones significativas con demora respecto al plazo legalmente establecido . Se la sanciona con multa de 12.000 euros.
(17/06)	Orden Ministerial de 12 de diciembre de 2006 Resuelve el expediente sancionador incoado a una entidad de crédito no residente por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 o) LMV comunicar información privilegiada a terceros . Se la sanciona con multa de 1.000.000 de euros y sanción de suspensión de tres meses en la actividad de intervención en operaciones de colocación acelerada de valores españoles.
(18/06)	Resolución del Consejo de la CNMV de 29 de diciembre de 2006 Resuelve el expediente sancionador incoado a dos ESIs (agencia de valores y sociedad gestora de carteras) por la presunta comisión de tres infracciones graves del artículo 100 b) LMV no remisión de informes preceptivos , dos a la agencia de valores y una a la sociedad gestora. Se sanciona a la agencia con dos multas por importe global de 12.000 euros y a la gestora con multa de 6.000 euros. Asimismo se sanciona a un miembro del consejo de administración de ambas ESIs con multas por importe global de 18.000 euros.

Fuente: CNMV.

Relación de sentencias recaídas en recursos contencioso-administrativos (RCA) durante 2006 contra resoluciones en materia de sanciones

IV.4

Núm.	Fecha	Tribunal	Núm. de RCA	Acto recurrido
1	21/01/2006	Audiencia Nacional	507/2004	Orden MEH 1/09/2004
Confirma las sanciones impuestas por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 1 de septiembre de 2004 por dos infracciones graves de la Ley de Instituciones de Inversión colectiva artículo 32.3, letras a) y j).				
2	24/01/2006	Audiencia Nacional	447/2004	Orden MEH 20/09/2004
Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 20 de septiembre de 2004 por infracción grave del artículo 100 w) LMV.				
3	27/01/2006	Audiencia Nacional	459/2003	Orden ME 27/06/2003
Confirma las sanciones impuestas por Orden del Ministerio de Economía de 27 de junio de 2003 por infracción muy grave del artículo 99 q) LMV.				
4	27/01/2006	Audiencia Nacional	503/2004	Orden MEH 1/09/2004
Confirma las sanciones impuestas por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 1 de septiembre de 2004 por diversas infracciones graves y leves de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva artículos 32.3, letras a) y j), y 32.2, letras c), d) y f) así como por una infracción grave del artículo 100 n) LMV.				
5	07/02/2006	Tribunal Supremo	7/2000	Sentencia AN 12/02/2003
Confirma en casación la sentencia de la Audiencia Nacional de 12 de febrero de 2003 que desestima el recurso contencioso administrativo número 7/2000 contra la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 18 de noviembre de 1999, por la que se impuso sanción por infracción muy grave del artículo 99 q) LMV.				
6	17/03/2006	Audiencia Nacional	599/2004	Orden MEH 13/12/2004
Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 13 de diciembre de 2004 por infracción grave del artículo 100 w) LMV.				
7	17/03/2006	Audiencia Nacional	601/2004	Orden MEH 13/12/2004
Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 13 de diciembre de 2004 por infracción grave del artículo 100 w) LMV.				
8	20/03/2006	Tribunal Supremo	2/2000	Sentencia AN 10/01/2002
Confirma en casación la sentencia de la Audiencia Nacional de 10 de enero de 2002 que desestima el recurso contencioso administrativo sobre derechos fundamentales número 2/2000 contra la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 22 de septiembre de 1999, por la que se impuso sanción por infracción muy grave del artículo 99 s) LMV.				
9	21/03/2006	Audiencia Nacional	45/2004	Orden ME 24/11/2003
Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministerio de Economía de 24 de noviembre de 2003 por infracción muy grave de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva artículo 32.4 e).				
10	30/03/2006	Audiencia Nacional	68/2004	Orden ME 19/12/2003
Confirma las sanciones impuestas por Orden del Ministerio de Economía de 19 de diciembre de 2003 por infracciones muy graves de las letras q) y l) del artículo 99 LMV.				
11	31/03/2006	Audiencia Nacional	74/2004	Orden ME 19/12/2003
Confirma las sanciones impuestas por Orden del Ministerio de Economía de 19 de diciembre de 2003 por infracciones muy graves de las letras q) y l) del artículo 99 LMV.				

Relación de sentencias recaídas en recursos contencioso-administrativos (RCA) durante 2006 contra resoluciones en materia de sanciones (continuación)

IV.4

Núm.	Fecha	Tribunal	Núm. de RCA	Acto recurrido
12	03/04/2006	Audiencia Nacional	61/2005	Orden MEH 29/11/2004
Confirma las sanciones impuestas por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 29 de noviembre de 2004 por dos infracciones muy graves, una del artículo 99 l) LMV y otra del artículo 32.4 m) de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva.				
13	05/04/2006	Audiencia Nacional	567/2004	Órdenes MEH 17/11/2004 22/11/2004
Confirma las sanciones impuestas por las Ordenes del Ministerio de Economía y Hacienda de fechas 17 y 22 de noviembre de 2004 por infracción grave del artículo 100 w) LMV.				
14	06/04/2006	Audiencia Nacional	44/2004	Resolución del Consejo CNMV 25/2/2003
Confirma la sanción impuesta por Resolución del Consejo de la CNMV de 25 de febrero de 2003 por infracción grave del artículo 100 w) LMV.				
15	12/06/2006	Audiencia Nacional	145/2004	Orden MEH 9/03/2004
Estima en parte el recurso contencioso administrativo interpuesto contra la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 9 de marzo de 2004 que impone sanciones por infracción muy grave del artículo 99 l) LMV. Confirma la Orden excepto en la cuantía de las sanciones impuestas que fija en una cantidad inferior.				
16	16/06/2006	Audiencia Nacional	83/2004	Orden ME 18/12/2003
Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministerio de Economía de 18 de diciembre de 2003 por infracción grave del artículo 100 o) LMV.				
17	30/06/2006	Audiencia Nacional	419/2004	Orden MEH 21/09/2004
Confirma las sanciones impuestas por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 21 de septiembre de 2004 por infracciones graves de las letras c), m) y t) del artículo 100 LMV.				
18	30/06/2006	Audiencia Nacional	409/2004	Orden ME 23/03/2004
Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministerio de Economía de 23 de marzo de 2004 por infracción leve de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva artículo 32.2 f).				
19	30/06/2006	Audiencia Nacional	443/2004	Orden MEH 1/09/2004
Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 1 de septiembre de 2004 por infracción grave del artículo 100 t) LMV.				
20	30/06/2006	Audiencia Nacional	449/2004	Orden MEH 20/09/2004
Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 20 de septiembre de 2004 por infracción muy grave de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva artículo 32.4 g).				
21	13/09/2006	Audiencia Nacional	730/2003	Orden MEH 17/10/2003
Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 17 de octubre de 2003 por infracción muy grave del artículo 99 p) LMV.				
22	14/09/2006	Audiencia Nacional	75/2004	Orden ME 22/01/2004
Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministerio de Economía de 22 de enero de 2004 por infracción muy grave del artículo 99 ñ) LMV.				
23	16/10/2006	Audiencia Nacional	374/2004	Orden ME 12/03/2004
Confirma las sanciones impuestas por Orden del Ministerio de Economía de 12 de marzo de 2004, por infracciones graves de la LMV artículo 100 t) y de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva artículo 32.3 c) y j).				

Relación de sentencias recaídas en recursos contencioso-administrativos (RCA) durante 2006 contra resoluciones en materia de sanciones (continuación)

IV.4

Núm.	Fecha	Tribunal	Núm. de RCA	Acto recurrido
24	02/11/2006	Audiencia Nacional	130/2004	Orden MEH 22/01/2004
Anula la sanción impuesta por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 22 de enero de 2004 por infracción muy grave del artículo 99 ñ) LMV.				
25	20/11/2006	Audiencia Nacional	217/2006	Orden MEH 10/05/2006
Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 10 de mayo de 2006 por infracción muy grave del artículo 99 o) LMV.				

Fuente: CNMV.

Advertencias al público sobre entidades no registradas

IV.5

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
Advertencias de la CNMV sobre entidades no autorizadas a las que se ha abierto expediente sancionador		
17/02/2006	Beckham Advisors Alliance, S.L. [B 62777701]	CNMV
31/07/2006	Aurea Negocios, S.L. [B 84379668]	CNMV
28/12/2006	Morton Management, S.L. [B29623295]	CNMV
Advertencias de la CNMV sobre entidades no autorizadas		
30/01/2006	Stratford Advisory Services	CNMV
03/04/2006	New World Financial Europe, S.L.	CNMV
03/07/2006	Aurea Negocios, S.L. [B 84379668]	CNMV
23/10/2006	H.S.F. IBZ, S.L.	CNMV
23/10/2006	Eagle Star International Group	CNMV
20/11/2006	Price Stone Group, S.L.	
	www.pricestonogroup.com	CNMV
20/11/2006	Hartford Management Group	
	www.grouphartford.com	CNMV
04/12/2006	Daily Report, S.A.	CNMV
Advertencias al público de otros reguladores extranjeros		
18/01/2006	McKenzie Rosenthal & Associates	CBF (Bélgica)
18/01/2006	APS International Bank	FSC (Isla de Man)
	APS bank (<i>sic</i>)	
	APS Group	
	APS Online Banking	
	www.apsgroups.com	
18/01/2006	Greenwood Warren Sparda Trust Group	FSC (Isla de Man)
18/01/2006	Advance Fee Fraud	FSC (Isla de Man)
	Rose Stevie	
18/01/2006	Schwartz Woodman	SFC (Hong Kong)
	Zeus Enterprises	
18/01/2006	Standard Credit Banking Corporation	FSC (Isla de Man)
25/01/2006	Gafin Exec Internacional	FSC (Isla de Man)
25/01/2006	Instant Millionaires Promo of Isle	FSC (Isla de Man)
25/01/2006	Equity Security and Finance Company	FSC (Isla de Man)
25/01/2006	Capital Plus Group	NAFM (Países Bajos)
25/01/2006	Argus International Limited	SFC (Hong Kong)
	Forex & Futures International Limited	
	General Traders	
	Hamilton, Gardiner & Associates	
	Nakamura Capital Group	
	TGF Management Services Inc.	
	Yamaichi Investments Ltd.	
25/01/2006	Royal Financial & Securities Services	FSC (Isla de Man)

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
08/02/2006	Siegar Private Limited	FSA (Reino Unido)
08/02/2006	Preston Wainwright Asset Management	FSA (Reino Unido)
08/02/2006	Integra Advisory Group	FSA (Reino Unido)
08/02/2006	Hirshall Group	FSA (Reino Unido)
08/02/2006	First Unions Securities www.firstunionssecurities.net	FSC (Isla de Man)
08/02/2006	Blossom Hill Investments	FSA (Reino Unido)
08/02/2006	Riverton Financial Group www.rivertonfinancialgroup.com	SFC (Hong Kong)
	Swift Asset Management Ltd. www.samhk.com	
	Tri Guard Holdings Limited	
	China Union Group Limited	
08/02/2006	Marshall Eastman Advisory	FSA (Reino Unido)
08/02/2006	Asprey Group LLP www.aspreygroup.com	SFSA (Suecia)
08/02/2006	Kirkland Group Associates www.kirklandgroupassociates.com	SFSA (Suecia)
22/02/2006	APS International Bank APS bank (<i>sic</i>) APS Group APS Online Banking www.apsgroups.com	FSC (Isla de Man)
22/02/2006	Chattered Alliance Bank www.calliance.com	FSC (Isla de Man)
22/02/2006	TGF Management Services Inc. Magna Capital Research Transglobal Financial Ltd.	SFC (Hong Kong)
22/02/2006	Whitman Lloyds & Associates Mergers & Acquisitions www.whitmanlloyds.com	SFSA (Suecia)
22/02/2006	Advance Fee Fraud Michael Mann / Michael C. Mann	FSC (Isla de Man)
22/02/2006	McKenzie Rosenthal & Associates	DFSA (Dinamarca)
22/02/2006	Marshall Eastman Advisory	FSC (Isla de Man)
22/02/2006	Medal Group (A Prebarta Company) www.medalgroup.com	FSC (Isla de Man)
22/02/2006	Equity Security and Finance Company ESFC Financial ESFC Group ESFC Haulage www.esfc online.com Northlink Finance and Security Group	FSC (Isla de Man)

Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)

IV.5

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
01/03/2006	Advance Fee Fraud Michael Mann / Michael C. Mann	FSC (Isla de Man)
01/03/2006	APTFund www.aptfund.com e.gotrade Innova Equity Irving Horowitz Mergers and Acquisitions Nova Corporate Services	SFC (Hong Kong)
01/03/2006	Portman West Financial Services Inc.	SFSA (Suecia)
01/03/2006	Select Capital Management Corporation	NAFM (Países Bajos)
08/03/2006	Donavan & Yung Partners www.donavanyung.com Sino Options Trading Limited www.sinooptions.com	SFC (Hong Kong)
08/03/2006	Aston Rowe Consulting Advisory	FSC (Isla de Man)
08/03/2006	Oxford Finance & Security Services www.ofssnet.net	FSC (Isla de Man)
08/03/2006	Legend Merchant Group Inc. www.legendmerchant.com	NAFM (Países Bajos)
08/03/2006	Pacific Banking Corporation Pacific Banking Intertrust www.e-pacificgroup.net www.e-pacificonline.net www.espacific.net	FSC (Isla de Man)
08/03/2006	Dr Mechee Kings	FSC (Isla de Man)
08/03/2006	South Pacific Bank www.spbonline.co.uk	FSC (Isla de Man)
08/03/2006	Dr. Donald Eezeh	FSC (Isla de Man)
08/03/2006	Michael Bogash	FSC (Isla de Man)
08/03/2006	Smith Williams	FSC (Isla de Man)
15/03/2006	Delta IMT	DFSA (Dinamarca)
15/03/2006	Ashton Trading	SFSA (Suecia)
15/03/2006	First Dominion Capital Corp.	SFSA (Suecia)
15/03/2006	Magnusson Edward Olympia Corporate Services www.magnussonedward.com www.olympiacorpserv.com	SFC (Hong Kong)
15/03/2006	Universal Networks, Inc.	SFSA (Suecia)
22/03/2006	Magna Capital Research APTFund www.aptfund.com World Trade Financial Group www.worldtradefinancialgroup.com www.magnacapitalresearch.com	SFC (Hong Kong)

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
22/03/2006	Michael Mann / Michael C. Mann	FSC (Isla de Man)
22/03/2006	Trenton Hassel Investment Limited	NAFM (Países Bajos)
22/03/2006	CCS Holdings, Inc.	GFSC (Gibraltar)
22/03/2006	Kirkland Group Associates	NAFM (Países Bajos)
22/03/2006	Nancy Grands	FSC (Isla de Man)
22/03/2006	Mutual Finance and Securities www.mfsweb.org	FSC (Isla de Man)
22/03/2006	Montero Finance & Securities www.monteroweb.net	FSC (Isla de Man)
22/03/2006	Gulf Finance Group www.gulffin.org	FSC (Isla de Man)
22/03/2006	Delta Trust Bank Delta Trust www.deltatruster.com	FSC (Isla de Man)
22/03/2006	Bond Finance Services	FSC (Isla de Man)
22/03/2006	Trix Finance & Trust Co. www.trixfinance.com	JFSC (Jersey)
22/03/2006	Great Cities Media, Inc. www.greatcities.com	SFSA (Suecia)
29/03/2006	Randstad Securities & Vaults www.ranstadonline.org Banco National Bank www.banconat.org Afper Finance www.afpernet.com	FSC (Isla de Man)
29/03/2006	Concordant Group Ltd. www.concordantgrouplimited.com Legacy Holdings International Ltd. Merit Capital Group Safecoe Holdings International Ltd.	SFC (Hong Kong)
19/04/2006	Silverstone Management S.L. www.silverstonemanagement.biz	NAFM (Países Bajos)
19/04/2006	Bruno Beuriot Gestion	AMF (Francia)
19/04/2006	False Investment Tips	AMF (Francia)
19/04/2006	DTZ Investment Group & Financial Securities www.dbionline.net	FSC (Isla de Man)
19/04/2006	Nishimurama Mergers and Acquisitions	NAFM (Países Bajos)
19/04/2006	Amalgamated Credit Union www.amcreunion.com	FSC (Isla de Man)
19/04/2006	Andrew Turnpike	FSC (Isla de Man)
19/04/2006	First Union Finance www.fufina.com	FSC (Isla de Man)
19/04/2006	Axiom Trust Private Bank www.axiomtrustpb.com/bank/	JFSC (Jersey)

Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)

IV.5

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
19/04/2006	CertiGroup	SSMA (Eslovenia)
19/04/2006	Swiss Invest Ltd. info@swis invest.com	SSMA (Eslovenia)
19/04/2006	Trustco Finance PLC www.trustcofin.com	FSC (Isla de Man)
	City Bank Services & Security PLC www.cbsspl.com	
19/04/2006	Michael Webber	FSC (Isla de Man)
26/04/2006	Mega Trust Financial Services	FSC (Isla de Man)
26/04/2006	Temenos Group AG	SFBC (Suiza)
26/04/2006	Anglo Swiss Consulting	FSA (Reino Unido)
26/04/2006	Aston Rowe Consulting Inc.	FSA (Reino Unido)
26/04/2006	Gatemoor Securities Inc.	FSA (Reino Unido)
26/04/2006	Grandby Trading Investment Corporation	FSA (Reino Unido)
26/04/2006	Taylor King & Associates	FSA (Reino Unido)
26/04/2006	Great Eastern Securities Inc.	FSA (Reino Unido)
26/04/2006	Zen Investment	FSA (Reino Unido)
26/04/2006	Unified Investment Group Inc.	FSA (Reino Unido)
26/04/2006	HCG International	FSA (Reino Unido)
26/04/2006	Heritage Mergers & Acquisitions Ltd.	FSA (Reino Unido)
26/04/2006	International Equity Advisors Inc.	FSA (Reino Unido)
26/04/2006	J. P. Stuart and Associates	FSA (Reino Unido)
26/04/2006	Kavanaugh	FSA (Reino Unido)
26/04/2006	Kent Financial Advisors Inc.	FSA (Reino Unido)
26/04/2006	Madison & Silver Asset Management Inc.	FSA (Reino Unido)
26/04/2006	Marshall Lambert Group	FSA (Reino Unido)
26/04/2006	Morgan Philips Advisory	FSA (Reino Unido)
26/04/2006	Omega Financial Services	FSA (Reino Unido)
26/04/2006	Perpetual Suisse	FSA (Reino Unido)
26/04/2006	Portman Manaheim Group	FSA (Reino Unido)
26/04/2006	Premier Asset Management LLC	FSA (Reino Unido)
26/04/2006	Radisson Venture Capital	FSA (Reino Unido)
10/05/2006	Fund Insurance Management Corporation	GFSC (Gibraltar)
10/05/2006	Gafin Exec International www.gafinexec.com	FSC (Isla de Man)
10/05/2006	Novantae Capital Holdings www.novantae.com	HCMC (Grecia)
10/05/2006	Scorpion Performance Inc. www.scorpionperformance.com	SFSA (Suecia)
10/05/2006	Delta Trade Financial Group www.deltatradefinancial.com	SFSA (Suecia)

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
10/05/2006	Stockton www.Stockton.cz	SFSA (Suecia)
17/05/2006	Stonewell Finance www.stonewellfinance.com	SFSA (Suecia)
17/05/2006	Ci Com SA Nextrom Holding AG	SFBC (Suiza)
17/05/2006	Akzenta SA www.akzenta.org	AMF (Francia)
17/05/2006	Emmi Ltd.	SFBC (Suiza)
17/05/2006	DTZ Investment Group & Financial Securities www.dbi online.net	FSC (Isla de Man)
17/05/2006	Schweizerische Rückversicherungs Gesellschaft ("Swiss Re")	SFBC (Suiza)
17/05/2006	UTB Finance & Security Services www.utbfinseccservices.org	FSC (Isla de Man)
24/05/2006	Venta Capital Private Management Group Ltd.	NAFM (Países Bajos)
24/05/2006	Charles Fleming Co., Ltd. Bidvask Investment Limited www.bidvask.com www.charlesfleming.net China Cosmos Investments Limited	SFC (Hong Kong)
31/05/2006	Godfrey Brooks Investment Advisory (Switzerland)	EI CBI (Irlanda)
14/06/2006	USL, Universal Savings & Loan Bank http://www.usl1bank.com/aboutus.asp	SFSA (Suecia)
14/06/2006	Bryce and Sons, Ltd. www.bryceandsons.com	SFSA (Suecia)
14/06/2006	Stonewell Finance www.stonewellfinance.com F Easy Investments Co. www.f easy.com	SFC (Hong Kong)
21/06/2006	Prestige Mergers and Acquisitions Corp. www.prestigemc.us	NAFM (Países Bajos)
21/06/2006	Citizens Equity Limited www.citizensequity.org	FSC (Isla de Man)
21/06/2006	Stein and Fitzgerald Associates	CBF (Bélgica)
21/06/2006	Clyde Group PLC www.clydegroupp.co.uk	FSC (Isla de Man)
21/06/2006	Silverthorne and Chambers Inc. (S&C) www.silverthornechambers.com	SFSA (Suecia)
28/06/2006	Chapman Butler LLC	FSA (Reino Unido)
28/06/2006	Global Administrative Providers Inc.	FSA (Reino Unido)
28/06/2006	Lloyd Stanley (based in Switzerland)	FSA (Reino Unido)

Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)

IV.5

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
28/06/2006	Alberich Gerhard Securities Worldwide (aka A G Securities)	FSA (Reino Unido)
28/06/2006	Marshall Stanwick	FSA (Reino Unido)
28/06/2006	Wellington Duke & Associates	FSA (Reino Unido)
28/06/2006	Morgan Hurst	FSA (Reino Unido)
28/06/2006	Standford Long	FSA (Reino Unido)
28/06/2006	Stephenson Moore Consulting	FSA (Reino Unido)
28/06/2006	Stein Fitzgerald Associates Stein Fitzgerald Group	AMF (Francia)
28/06/2006	ACPM Consutling Group	FMA (Austria)
28/06/2006	Free Port Securities www.freeportsecurities.co.uk	FSC (Isla de Man)
28/06/2006	E1 Asset Management Inc.	FSC (Isla de Man)
28/06/2006	Kuoni Reisen Holding AG	SFBC (Suiza)
28/06/2006	Arcfin Group	FSA (Reino Unido)
28/06/2006	Bishop & Parkes Advisory	FSA (Reino Unido)
28/06/2006	Hamilton Pierce	FSA (Reino Unido)
28/06/2006	Morrison Douglas	FSA (Reino Unido)
28/06/2006	Murdoch Finch Associates	FSA (Reino Unido)
05/07/2006	Swisscash www.swisscash.biz	SFC (Hong Kong)
05/07/2006	Remington York Ltd. Remington FTSE Index Funds Remington Index Funds FTSE Index Funds	FSC (Isla de Man)
05/07/2006	Brubacher & Associates	SFSA (Suecia)
05/07/2006	Stonewell Finance	EI CBI (Irlanda)
05/07/2006	Eaton Capital Americas www.eatoncapitalamericas.com	SFSA (Suecia)
05/07/2006	SBI International Law Associates Mergers & Acquisitions www.sbiinterlaw.com	SFSA (Suecia)
05/07/2006	Link Mergers & Acquisitions www.linkmna.com	SFSA (Suecia)
05/07/2006	Millenia Strategies www.millenia_strategies.com	SFSA (Suecia)
05/07/2006	Reynold Brown Associates www.reynoldbrown.com	SFSA (Suecia)
12/07/2006	Auditor Henry Miller	FSC (Isla de Man)
12/07/2006	Bankers Trust International www.btplconline.com	FSC (Isla de Man)
12/07/2006	Signature Consulting Ltd. www.signatureconsulting.com	SFSA (Suecia)

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
12/07/2006	Harrington Holdings Inc. www.harringtonholdingsinc.com	SFSA (Suecia)
12/07/2006	Green Cap Financial LLC www.greencapfinancialllc.com	SFSA (Suecia)
12/07/2006	First Dominion Capital Corp.	SFSA (Suecia)
12/07/2006	Carlton Global Management www.carltonkorea.com	SFSA (Suecia)
12/07/2006	Abnat Secure PLC www.abnatplcsecure.com	FSC (Isla de Man)
12/07/2006	Blue Sky Solutions Inc. www.blueskysolutionsinc.com	SFSA (Suecia)
12/07/2006	TGF Management Services Inc. www.tgfservices.com	NAFM (Países Bajos)
12/07/2006	www.citizenequity.org Citizen Equity Limited	JFSC (Jersey)
12/07/2006	Excel Homes Plc www.excelhomesonline.com	JFSC (Jersey)
12/07/2006	Martin Campbell John Morris	FSC (Isla de Man)
19/07/2006	Macc Group Maccfx Macc Forex www.maccfx.com	NAFM (Países Bajos)
19/07/2006	Cooper&Price www.cooperprice.com Cooper&Price Management Cooper&Stocks Hous Morgan&Bonds Morgan&Bonds Management MB&Stocks Hous www.morganbonds.com	SFC (Hong Kong)
19/07/2006	Bankers Trust International www.btiplconline.com www.btisecureplc.com	FSC (Isla de Man)
19/07/2006	Kapital Equity Unlimited www.kapitalequity.org	JFSC (Jersey)
19/07/2006	Kapital Equity Unlimited Kapital Equity Limited Kapital Bank (Isle of Man) Limited www.kapitalequity.org	FSC (Isla de Man)
26/07/2006	www.fortiswm.com	SFC (Hong Kong)
26/07/2006	Global Trust Asset Management / Vaulting Company	FSC (Isla de Man)

Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)

IV.5

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
26/07/2006	IBPS Alliance Bank	FSC (Isla de Man)
26/07/2006	Mr. James Crobsy	FSC (Isla de Man)
	HBSOC Plc	
26/07/2006	Oxbridge International Limited	AMF (Francia)
26/07/2006	SHL Telemedicine Ltd.	SFBC (Suiza)
26/07/2006	Affichage Holding	SFBC (Suiza)
02/08/2006	Castlepeak and Sons, Ltd.	NAFM (Países Bajos)
	www.castlepeakandsons.com	
09/08/2006	GLG Partners LP	FSA (Reino Unido)
	Philippe Jabre	
09/08/2006	Global Market Group Limited	SFC (Hong Kong)
	Global Market Group LLC	
	Masters & Bettman	
	www.mastersbettman.com	
	Whitman Pearce & Partners	
	www.whitmanpearce.com	
09/08/2006	Jean Pierre Gallien	AMF (Francia)
09/08/2006	Ci Com SA	SFBC (Suiza)
16/08/2006	New World Financial Europe, S.L.	NAFM (Países Bajos)
	www.nwfs.com	
16/08/2006	Hibber Bothwell Capital Partners	DFSA (Dinamarca)
	www.hibber-bothwell.com	
16/08/2006	Abbey House Acquisitions	SFC (Hong Kong)
	www.abbeyhouseacquisitions.com	
23/08/2006	DRC Europe	FSC (Isla de Man)
23/08/2006	Mascot Walters	FSC (Isla de Man)
23/08/2006	Mr. James Crobsy	FSC (Isla de Man)
	Mr. Jon Irkle	
23/08/2006	New World Financial Europe, S.L.	FSC (Isla de Man)
23/08/2006	Ulster Bank Investment Offer	FSC (Isla de Man)
23/08/2006	Stockton s.r.o.	FSC (Isla de Man)
23/08/2006	Brentwood Trust Company	SFSA (Suecia)
	www.brentwoodtrust.com	
23/08/2006	Link Mergers & Acquisitions	SFC (Hong Kong)
	Imperial Trust LLC	
	www.imperialtrustllc.com	
	International Securities Tax Commission	
	www.istcommission.us	
23/08/2006	www.Stockton.cz	NAFM (Países Bajos)
	Stockton s.r.o.	
20/09/2006	www.nwfs.com	FMA (Austria)
	New World Financial	
	www.nwfinc.com	

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
20/09/2006	HB Capital Partners www.hbcapitalpartners.net	FSAN (Noruega)
20/09/2006	Atlantic Capital Management	EI CBI (Irlanda)
20/09/2006	Jupiter Advisory	EI CBI (Irlanda)
20/09/2006	Barlow & Ramsey www.barlowramsey.com	NAFM (Países Bajos)
20/09/2006	Maynard Maclain Trading Company Ltd. Maynard Maclain Ltd. Maynard Maclain Fx, Inc. www.maynard maclain.com	NAFM (Países Bajos)
20/09/2006	Card Guard AG	SFBC (Suiza)
20/09/2006	Leclanché S.A.	SFBC (Suiza)
20/09/2006	Synthes Inc.	SFBC (Suiza)
20/09/2006	Barlow & Ramsey www.barlowramsey.com	FMA (Austria)
20/09/2006	Unaxis Holding Ltd.	SFBC (Suiza)
20/09/2006	Southern Cross Mergers and Acquisitions www.southerncrossma.com	SFSA (Suecia)
20/09/2006	Advanced Digital Broadcast Holdings S.A.	SFBC (Suiza)
20/09/2006	Aims World Asset & Investment Management Services www.aims world.com	SFSA (Suecia)
20/09/2006	Alv Group www.alvgroup.com	SFSA (Suecia)
20/09/2006	Aspen Payne Consulting www.aspenpayneconsulting.com	SFSA (Suecia)
20/09/2006	Dunleavy Management Ltd. www.dunleavymangement.com	SFSA (Suecia)
20/09/2006	Friedman Holland & Associates www.fh4law.com	SFSA (Suecia)
20/09/2006	H.B. Management	SFSA (Suecia)
20/09/2006	Pearlstar Corporation	SFSA (Suecia)
20/09/2006	Prescott Fitzgerald www.pfwealth.com	SFSA (Suecia)
20/09/2006	Voyager Investment Management www.voyagerim.com	SFSA (Suecia)
27/09/2006	SBI International Law Associates Mergers & Acquisitions	AMF (Francia)
27/09/2006	Galileo Asset Management S.A. www.galileoam.com	SFSA (Suecia)
27/09/2006	Global Recovery Alliance, Ltd. www.globalra.com	SFSA (Suecia)
27/09/2006	Eagle Fininvest and Alys Consulting Corp.	AMF (Francia)
27/09/2006	Internationale Zurich Gruppe www.interzurich.com	SFSA (Suecia)

Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)

IV.5

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
27/09/2006	Swisscom AG	SFBC (Suiza)
27/09/2006	The Ritland Group Pte, Ltd. www.ritlandgroup.com	SFSA (Suecia)
27/09/2006	Riverside MG www.riversidemg.com	SFSA (Suecia)
27/09/2006	Standard Wealth Management Corp.	SFSA (Suecia)
04/10/2006	Lowe & Lane Asset Management www.lowelane.com	SFSA (Suecia)
11/10/2006	Goldmill Wagner & Associates (Costa Rica) Whitman Pearce & Partners (Costa Rica) Eaton Capital Americas (Belize/Guatemala) Allied Champ Investments (Canadá) Link Mergers and Acquisitions (Estados Unidos)	CSSF (Luxemburgo)
11/10/2006	Wall Street Direct www.wallstreetdirect.net	SFSA (Suecia)
11/10/2006	J. S. Knight & Co. Ltd.	FSA (Reino Unido)
11/10/2006	Advertencia Genérica	GFSC (Gibraltar)
11/10/2006	Warren Group www.warrengroupusa.net	SFC (Hong Kong)
11/10/2006	LGT Liebrecht HIB http://lgt liebrecht hib.tripod.com/	FSC (Isla de Man)
11/10/2006	Goldman Asset Management www.goldmanam.com	SFSA (Suecia)
11/10/2006	Greenfield Consulting Ltd www.greenfieldconsultltd.com	SFSA (Suecia)
11/10/2006	KLM Law Associates www.klmlawassoc.com	SFSA (Suecia)
11/10/2006	Liberty Asset Management	SFSA (Suecia)
11/10/2006	Lombard Smith & Co. www.lombardsmith.com	SFSA (Suecia)
18/10/2006	Serono S.A.	SWX (Suiza)
25/10/2006	CTA Bank www.ctabank.com	CBF (Bélgica)
25/10/2006	J. S. Knight & Co. Ltd.	FSA (Reino Unido)
25/10/2006	Diversified Capital Management Ltd. www.dcmmanagementonline.com	SFSA (Suecia)
25/10/2006	www.alibgroup.info www.alcbplc.com	FSC (Isla de Man)
25/10/2006	Bankers Trust International www.btiplonline.com	FSC (Isla de Man)
25/10/2006	Federal Express Diplomatic & Courier Service www.federalexpressdiplomatic.net	FSC (Isla de Man)

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
25/10/2006	Mailpost Express www.mpsxpr.com	FSC (Isla de Man)
25/10/2006	Lomax & Partner Services Limited Lomax & Partner Services Limited (<i>sic</i>)	FSC (Isla de Man)
25/10/2006	Hansard Services S.A. Dr. Khalid Omar M. A. Nuri Edward T. Martin	FSC (Isla de Man)
25/10/2006	HBO Group UK	FSC (Isla de Man)
25/10/2006	Larry Bodricks	FSC (Isla de Man)
08/11/2006	Sirius Financial www.sirius-financial.net	FSAN (Noruega)
08/11/2006	Southern Cross Mergers and Acquisitions	AMF (Francia)
08/11/2006	Steinman Brooks & Associates www.sba4law.com	SFSA (Suecia)
08/11/2006	Norbert Associates www.norbertassociates.com	NAFM (Países Bajos)
08/11/2006	Digital 1 Media, Inc. www.digital1media.com	SFSA (Suecia)
08/11/2006	GC Investment Credit & Trust Ekonomisk Förening www.gcict.com	SFSA (Suecia)
08/11/2006	Williams Group, Financial Services www.williamsgrpfinancialserv.com	SFSA (Suecia)
08/11/2006	Global Link Mergers & Acquisitions www.globallinkma.com	SFSA (Suecia)
08/11/2006	Mason Ross Investments Ltd.	SSMA (Eslovenia)
08/11/2006	Morley Thompson Inc. www.morleythompson.com	SFSA (Suecia)
08/11/2006	Nelson Financial Group	SFSA (Suecia)
08/11/2006	Sentinel Trading Investment Corporation www.sentineltrading.com	SFSA (Suecia)
15/11/2006	IDS International Diplomatic Security	FSC (Isla de Man)
15/11/2006	Gateway Corporate Services Limited Hero Elegant Global Services Limited www.heroglobal.com.cn Leonard Berney and IPM Investment Program Management Honesty International Holdings Limited www.hih168.com The Xenon Group www.thexenoncompany.com Gordon Stanford Acquisitions	SFC (Hong Kong)
15/11/2006	Alain Colpin	FSC (Isla de Man)
22/11/2006	Silicon Valley Financial Incorporated www.svfi.net	SFSA (Suecia)

Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)

IV.5

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
22/11/2006	Merchant Lerner & Associates www.merchantlerner.com	SFC (Hong Kong)
	Newman Bell Mergers & Acquisitions www.newmanbell.com	
	Pan Index Limited www.pan index.com 888.pan index.com	
22/11/2006	Westminster Market Research & Management www.westminstermanagementinc.com	SFSA (Suecia)
22/11/2006	Charterhouse Trust Credit Union Ek. för.	SFSA (Suecia)
22/11/2006	Bryce and Sons, Ltd. www.bryceandsons.com	NAFM (Países Bajos)
22/11/2006	Bankers Trust International www.bti plconline.info	FSC (Isla de Man)
29/11/2006	The Tidal Group	SFC (Hong Kong)
29/11/2006	Private Commercial Office, Inc.	FMA (Austria)
29/11/2006	Bluecrest International Capital, Inc. www.bluecrestintl.com	SFSA (Suecia)
29/11/2006	First China Corporate Management Group www.firstchinacmg.com	FMA (Austria)
29/11/2006	1911Direct Sparkasse Ekonomisk Förening www.sparkasse.se	SFSA (Suecia)
29/11/2006	D. Keffel Fallahi	FMA (Austria)
29/11/2006	The Ashton Lewis Group www.theashtonlewisgroup.com	SFSA (Suecia)
13/12/2006	Reynold Brown Associates www.reynoldbrown.com	NAFM (Países Bajos)
13/12/2006	Mr Robert Ménard	AMF (Francia)
13/12/2006	Lorne Trust Asset Management / Vaulting Company Limited Mr Ryan McCourt (sic)	FSC (Isla de Man)
13/12/2006	Imperial Trust LLC	NAFM (Países Bajos)
13/12/2006	Pinnacle Credit and Finance http://www.pinnaclecandf.com	FSC (Isla de Man)
13/12/2006	Platinum Index www.platinumindex.com	SFSA (Suecia)
13/12/2006	Crown Cave Finance and Credit Union http://www.crowncave.net	FSC (Isla de Man)
13/12/2006	Klein International www.kleininternational.net	JFSC (Jersey)
13/12/2006	NationWide Bank www.nationwideb.com	JFSC (Jersey)

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
13/12/2006	Edzell Ventures www.edzellventures.com	SFSA (Suecia)
13/12/2006	Fitzwilliam Group Limited www.fitzwilliamgroup.com	SFSA (Suecia)
13/12/2006	Harper & Davis Associates www.harperdavis.com	SFSA (Suecia)
13/12/2006	Intercapital Management Fund Limited www.intercapitalmanagement.com	SFSA (Suecia)
13/12/2006	Knightsbridge Wealth Management AG www.kbwm.ch	SFSA (Suecia)
13/12/2006	Lloyd Brown Investments, Inc. www.lloydbrowninvestments.com	SFSA (Suecia)
20/12/2006	Sirius Financial www.siriusfinancial.net	FMA (Austria)
20/12/2006	Hong Kong International Trading Corporation www.intertradedhongkong.com	SFC (Hong Kong)
20/12/2006	Bankers Trust International www.bti-onlineplc.info	JFSC (Jersey)
20/12/2006	Standard Chattered Bank www.standardchatteredbank.co.uk	JFSC (Jersey)
20/12/2006	CTA Bank	AMF (Francia)
20/12/2006	DSB Singapore Pte. www.dsbsingapore.com	SFSA (Suecia)
20/12/2006	Novantae Capital Holdings www.novantae.com	FMA (Austria)
20/12/2006	Great Basin Scientific, Ltd. www.gbscience.com	SFSA (Suecia)
20/12/2006	Hunter William Associates www.hwilliamassociates.com	SFSA (Suecia)
20/12/2006	Strategic Capital Partners Portfolio Management AG www.strategiccapiatal.ch	SFSA (Suecia)
20/12/2006	Trust Group International / Trust Real Estate Investment Group LLC www.trustinvest.com	SFSA (Suecia)
27/12/2006	Bankers Trust International www.bti-plconline.info http://btiondon.info	FSC (Isla de Man)
27/12/2006	City Trust Bank http://citytrust.bank.com/	FSC (Isla de Man)
27/12/2006	Sirius Holding www.siriusholdings.com	DFSA (Dinamarca)

Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)

IV.5

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
27/12/2006	www.edgfinance.org Equity Development Group (EDG)	FSC (Isla de Man)
27/12/2006	Jacobs & Burns www.jacobsburns.com	JFSC (Jersey)
27/12/2006	First City Merchant Bank	FSC (Isla de Man)
27/12/2006	John McGrath Allied Irish Bank, Plc AIB Private Banking	FSC (Isla de Man)

Fuente: CNMV.

Anexos legislativos

A. Legislación española

Principales medidas legislativas de ámbito nacional aprobadas en 2006.

A.1 Normas sobre los mercados de valores

Mercados secundarios

- **Ley 12/2006, de 16 de mayo**, por la que se modifica el texto refundido del Estatuto Legal del Consorcio de Compensación de Seguros, aprobado por el Real Decreto Legislativo 7/2004, de 29 de octubre, y de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Por un lado, se transponen al ordenamiento jurídico español los artículos 6.9 de la Directiva 2003/6/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado, y los artículos 7 a 11 de la Directiva 2004/72/CE, de la Comisión, de 29 de abril de 2004. Para ello se introduce un nuevo artículo en la Ley del Mercado de Valores estableciendo la obligación de determinados sujetos de comunicar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores aquellas operaciones que sean sospechosas de haber utilizado información privilegiada o que constituyan una práctica para falsear la libre formación de los precios.

Por otro lado, se completa la regulación de “Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S. A.”, o de cualquier otra entidad que en el futuro pudiera hallarse en su misma situación para dotarla de una mayor flexibilidad en su funcionamiento.

Por último, se aclara y homogeneiza el régimen de participaciones significativas en las sociedades que administran sistemas de registro, compensación y liquidación de valores y mercados secundarios españoles.

- **Orden EHA/1094/2006, de 6 de abril**, por la que se desarrollan las especialidades aplicables a los mercados secundarios oficiales de instrumentos financieros derivados sobre energía.

La Orden tiene por objeto regular las especialidades que, con respecto a las normas establecidas con carácter general para los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones financieros, serán de aplicación a los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones sobre la energía.

Con ese objetivo, se definen los instrumentos financieros que pueden ser objeto de negociación en estos mercados. Además se determina la implicación de los distintos reguladores sectoriales en el proceso de autorización de estos mercados, en el Reglamento que habrá de regir su actividad y en la determinación de las condiciones generales de los contratos que se negocien. Se establece el contenido mínimo del Reglamento del mercado, el régimen de aprobación y modificación de las condiciones generales de los contratos que se negocien y el modo en que éstos deben ser puestos a disposición del público. Por otro lado se regulan las especialidades aplicables a las sociedades rectoras de estos mercados.

Una importante novedad es el régimen de los miembros industriales de este mercado. Con este fin, se determinan las características que deben reunir, se especifican las condiciones y procedimiento para adquirir la condición de miembro del mercado, así como las normas de conducta y deberes de información a los que se someten.

Junto a lo anterior, se introducen algunas modificaciones en la Orden ECO/3235/2002, de 5 de diciembre, que desarrolla las especialidades aplicables a los mercados secundarios oficiales de futuros y opciones sobre el aceite de oliva. Se reducen los recursos propios, se cambia la referencia del consejo de administración por la del órgano de administración y se prevé un régimen especial de información para los miembros industriales. Estas modificaciones persiguen hacer más atractivo el acceso a dicho mercado e impulsar así la actividad del mismo.

- **Orden EHA/2573/2006, de 12 de julio**, por la que se modifica el artículo 4.2 del Reglamento de MFAO, Sociedad Rectora del Mercado de Futuros del Aceite de Oliva, S.A.

Se introduce en el Reglamento del Mercado de Futuros del Aceite de Oliva, S.A. la regulación de los miembros industriales de este mercado. Con este fin, se determinan los requisitos que deben reunir, así como la función que desempeñan en el mercado, esto es, negociar directamente por cuenta propia o bien por cuenta de entidades de su grupo que se dediquen indistintamente a la producción, comercialización o distribución del aceite de oliva.

Instituciones de inversión colectiva

- **Orden EHA/1199/2006, de 25 de abril**, por la que se desarrollan las disposiciones del Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, reguladora de las instituciones de inversión colectiva, relativas a las instituciones de inversión colectiva de inversión colectiva de inversión libre y por la que se habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para dictar diversas disposiciones.

Una de las novedades más significativas del Reglamento de IIC ha sido la regulación, por vez primera en nuestro país, de las IIC de inversión libre y de las IIC de Inversión Libre o lo que se conoce, más comúnmente, como *hedge funds* y fondos de *hedge funds*.

La presente Orden es especialmente relevante para que la industria de la inversión colectiva española pueda operar con la novedosa figura de la inversión libre, dentro de los necesarios parámetros de seguridad jurídica, ponderando

por igual los principios de flexibilidad y protección del inversor. Se trata, por tanto, de dar desarrollo y plenitud al régimen jurídico establecido por el Reglamento de IIC en el ámbito de la inversión libre.

Con el objetivo fundamental de desarrollar el régimen jurídico de las IIC de inversión libre y de las IIC de IIC de inversión libre, se aborda principalmente el régimen de inversión y la política de endeudamiento. En este sentido, se aclaran cuáles son los elementos que deben estar incluidos en el cómputo del límite de endeudamiento y cuáles excluidos.

Además, se desarrollan determinados aspectos de las sociedades gestoras y depositarios así como el régimen de los activos dados en garantía por las IIC de inversión libre.

- **Circular 1/2006, de 3 de mayo**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre Instituciones de inversión colectiva de inversión libre.

El Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva (IIC), aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, reguló por primera vez en España las llamadas IIC de inversión libre, conocidas internacionalmente como “fondos de gestión alternativa” o *hedge funds*. La presente Circular detalla el régimen aplicable a tales instituciones.

Las IIC de inversión libre se configuran como productos de amplia flexibilidad inversora, destinados a inversores que, por su mayor experiencia o formación financiera, precisan de menor protección. No obstante, para facilitar que también los pequeños inversores puedan acceder a esta modalidad de inversión, la presente Circular regula las IIC de IIC de inversión libre -esto es, los llamados “fondos de *hedge funds*”, cuyos requisitos de diversificación y protección del inversor los acercan a las IIC tradicionales. Los aspectos más destacables del régimen establecido por esta Circular son los siguientes:

- i. Se regulan las relaciones entre las sociedades gestoras y los intermediarios financieros que proporcionan financiación y otros servicios a las IIC de inversión libre (entidades conocidas como *prime brokers*).
- ii. En materia de folleto informativo e información periódica se establecen reglas similares a las aplicables a las IIC ordinarias. Pero se exige que el inversor suscriba una declaración escrita de consentimiento, que acredite que conoce las singularidades de fondos de inversión libre y sus diferencias con los ordinarios.
- iii. Finalmente, a las IIC de IIC de inversión libre se les permite invertir en las llamadas cuentas separadas o gestionadas (*managed accounts*), entendiendo como tales aquellas estructuras que replican la cartera de inversión de una IIC de inversión libre .

- **Circular 2/2006, de 27 de junio**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre información de las instituciones de inversión colectiva extranjeras inscritas en los Registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La presente Circular, que deroga la Circular 3/2003, de 29 de diciembre sobre información de las IIC extranjeras inscritas en los Registros de la CNMV aclara el procedimiento aplicable a las modificaciones esenciales en la oferta de accio-

nes y participaciones de IIC extranjeras no armonizadas, concreta la documentación que debe remitirse a la CNMV en caso de modificaciones de la información registrada y posibilita al inversor la consulta y recepción de información por medios telemáticos.

- **Circular 3/2006, de 26 de octubre**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre folletos explicativos de las instituciones de inversión colectiva.

Se desarrolla un nuevo modelo del folleto explicativo que deben publicar las IIC, al objeto de recoger las novedades normativas en cuanto a su estructura, adaptándolo a los nuevos contenidos que recogen la Ley de IIC, su reglamento de desarrollo y la Directiva 85/611/CEE.

Además, se aprovecha esta propuesta para continuar avanzando en el proceso de simplificación y homogeneización de la información que se ofrece a los inversores en el folleto explicativo, con el objetivo de que el folleto se configure como un verdadero instrumento de comercialización. Se propone una nueva distribución de la información, manteniendo la posibilidad de obtener, a partir del folleto explicativo completo y como parte extraíble del mismo según lo previsto en la nueva ley de IIC, un folleto simplificado más acorde con las necesidades reales de los inversores.

Por otro lado, al objeto de evitar una dispersión de la normativa, la presente Circular reúne en un único texto las normas relativas al folleto explicativo de las IIC recogidas hasta ahora en las Circulares 1/1999 y 1/2001, de la CNMV, avanzando de esta forma en la simplificación normativa.

Conglomerados financieros

- **Circular (Banco de España) 2/2006, de 30 de junio**, de modificación de la Circular 5/1993, de 26 de marzo, sobre determinación y control de los recursos propios mínimos.

La Ley 5/2005, de 22 de abril, de supervisión de los conglomerados financieros y por la que se modifican otras leyes del sector financiero, responde a dos objetivos básicos: el establecimiento de un régimen de supervisión adicional para los conglomerados financieros y la revisión de las normativas sectoriales (banca, valores y seguros) para alcanzar una adecuada coherencia entre todas ellas y alinearlas con el nuevo régimen de los conglomerados financieros. Dicha Ley incorporó de forma parcial a nuestro ordenamiento interno la Directiva 2002/87/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de diciembre de 2002, relativa a la vigilancia complementaria de las entidades de crédito, las compañías de seguros y las entidades de inversión que pertenecen a un conglomerado financiero, por la que se modifican las directivas 73/239/CEE, 79/267/CEE, 92/49/CEE, 92/96/CEE, 93/6/CEE y 93/22/CEE, del Consejo, y las directivas 98/78/CE y 2000/12/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo. Esta transposición parcial fue completada por el Real Decreto 1332/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 5/2005.

La citada Ley 5/2005 y la norma dictada en su desarrollo establecen diversos requisitos de supervisión adicional aplicables a los conglomerados financieros y sujetan a una concreta obligación de información al supervisor a los grupos que integren empresas de banca o valores con empresas de seguros (a los que la Cir-

cular denomina grupos mixtos), pero que no cumplan el requisito de diversificación sectorial significativa para alcanzar la consideración de conglomerado financiero.

En el marco de dichas obligaciones y en el ejercicio de las competencias que le correspondan como coordinador de diversos conglomerados financieros y supervisor de la entidad dominante de la mayoría de los grupos mixtos, esta Circular modifica la CBE 5/1993 para mantener la información mínima que los grupos y entidades deberán enviar al Banco de España con carácter periódico. Con ello se viene a sustituir la antigua sección octava de la CBE 5/1993, derogada por la Ley y el Real Decreto antes citados, en la que se establecían diversas obligaciones de los antiguos grupos mixtos no consolidables.

Comisión Nacional del Mercado de Valores

- **Acuerdo de 15 de septiembre de 2006**, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en relación con la adaptación del Sistema CIFRADO/CNMV a los servicios de certificación y firma electrónica reconocida y se crea el Registro Telemático de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

El Acuerdo acomete la regulación de los criterios generales que deben inspirar la presentación telemática y tramitación posterior con firma electrónica reconocida de escritos, solicitudes y comunicaciones cuya resolución o recepción compete a esta Comisión, la determinación de los procedimientos a los que resulta de aplicación, así como la creación de un Registro Telemático encargado de la llevanza y recepción de dichos escritos y solicitudes, todo ello con sujeción a la Ley 53/2003, de 19 de diciembre, de firma electrónica y la Ley 24/2001, de 27 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social, cuyo artículo 68 modifica los artículos 38 y 59 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de régimen jurídico de las Administraciones Públicas y del procedimiento administrativo común, para impulsar la Administración electrónica y a las normas reglamentarias dictadas en su desarrollo.

A.2 Otras normas españolas con incidencia en los mercados de valores

- **Ley 36/2006, de 29 de noviembre**, de medidas para la prevención del fraude fiscal.

Esta Ley ha dado nueva redacción al art.108 LMV relativo a la tributación de la transmisión de valores admitidos o no en un mercado secundario oficial por el impuesto sobre transmisiones documentales y actos jurídicos documentados y por el IVA. Se introducen determinadas reglas de valoración de los inmuebles a los efectos del cómputo del 50% del activo de las sociedades, que determina la sujeción al ITP y AJD como transmisiones onerosas de inmuebles.

B. Legislación europea

B.1 Legislación aprobada por el Parlamento y Consejo Europeos

La legislación aprobada por el Parlamento y Consejo Europeos durante 2006 fue la siguiente:

- **Directiva 2006/48**, del Parlamento europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (refundición).

Esta Directiva supone una refundición de la Directiva 2000/12/CE, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio. Regula principalmente las exigencias de recursos propios de las entidades de crédito. El objetivo de la Directiva consiste en estimular la mejora de la gestión de los riesgos de las entidades de crédito y garantizar así la estabilidad del sistema financiero. La exigencia de que las entidades tengan un nivel de capital acorde con sus riesgos es una regla prudencial fundamental, pues el capital constituye la última línea de defensa ante pérdidas inesperadas de las entidades.

En materia de exigencias de recursos propios, la Directiva consta de tres pilares que se refuerzan mutuamente: 1) la exigencia de un capital mínimo en función del riesgo de la entidad; 2) la revisión de las exigencias de capital por parte de la autoridad supervisora, tras un diálogo entre supervisor y entidad en el que ésta última le explica al supervisor la evaluación que ha realizado de sus riesgos y 3) la información que la entidad debe suministrar al mercado para que este ejerza su disciplina.

La Directiva impone exigencias de capital a los grupos consolidados de entidades de crédito, no necesariamente integrados exclusivamente por entidades de crédito. Adicionalmente, se permite que los Estados decidan si desean imponer exigencias de capital a las entidades de crédito individualmente.

La norma introduce modificaciones respecto a la normativa anterior en cuanto al cálculo de las exigencias por riesgo de crédito y por riesgo operativo. El riesgo operativo se puede medir a través de tres tipos de métodos: el método del indicador básico, dependiente de los ingresos netos; el método estándar, que contempla diferentes exigencias de capital en función de las áreas de negocio de la entidad; y los métodos de medición avanzada, basados en sistemas internos de medición de riesgos. El riesgo de crédito se puede calcular bien de acuerdo a un método estandarizado, o bien a través de calificaciones internas o externas del riesgo, -realizadas, respectivamente, por las propias entidades y por agencias de calificación, y revisadas por el supervisor-.

Se mantienen las normas sobre concentración de riesgos en un único cliente o grupo de clientes; cuando una entidad de crédito contrae exposiciones frente a su propia empresa matriz o frente a las demás filiales de dicha empresa matriz se impone una especial prudencia y una gestión autónoma basada en el respeto a los principios de una sana gestión bancaria, fuera de cualquier otra consideración.

Por otro lado, la Directiva también regula la libertad de establecimiento y la libertad de prestación de servicios en el sector de las entidades de crédito. La Directiva mantiene el principio de que las entidades de crédito únicamente deberán obtener una autorización en un Estado miembro, siendo tal autorización válida en toda la Unión Europea. Asimismo, se establece un principio de supervisión por parte del Estado miembro de origen, si bien el Estado miembro de acogida es responsable en materia de supervisión de la liquidez de las sucursales y de las políticas monetarias.

- **Directiva 2006/49/CE** del Parlamento europeo y del Consejo de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y de las entidades de crédito (refundición).

Esta directiva modifica la normativa sobre exigencias de recursos propios para entidades de crédito y empresas de servicios de inversión. La Directiva parte de los conceptos básicos establecidos en la Directiva 2006/48, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, por ejemplo en lo relativo a la definición de fondos propios. Ambas Directivas se resumen en tres pilares que se refuerzan mutuamente: 1) la exigencia de un capital mínimo; 2) la revisión de las exigencias de capital por parte de la autoridad supervisora, tras un diálogo entre supervisor y entidad en el que ésta última le explica al supervisor la evaluación que ha realizado de sus riesgos y 3) la información que la entidad debe suministrar al mercado para que éste ejerza su disciplina.

La norma, que no es aplicable a grupos compuestos únicamente por empresas de inversión, sino a grupos que integren entidades de crédito y empresas de inversión, regula las exigencias mínimas de capital en base consolidada y pretende asimismo que los fondos propios se distribuyan adecuadamente entre las diferentes entidades dentro del grupo. La Directiva introduce algunas especificidades respecto al régimen de la Directiva 2006/48, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, proporcionando un marco complementario para la supervisión de los riesgos de posición, de liquidación, contraparte y de tipo de cambio. También fija diferentes importes de capital inicial en función del tipo de actividades que las empresas de inversión vayan a desarrollar.

La Directiva permite que los Estados dicten normas más estrictas que las establecidas en la Directiva.

B.2 Legislación aprobada por la Comisión Europea

En 2006, la Comisión Europea aprobó las siguientes normas.

- **Directiva 2006/73/CE de la Comisión**, de 10 de agosto de 2006, por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión, y términos definidos a efectos de dicha Directiva.

Esta norma forma parte del llamado nivel 2, de desarrollo de la MiFID (Directiva 2004/39/CE). El objetivo de esta norma consiste en detallar las normas de conducta y requisitos organizativos que, al margen de las exigencias de recursos propios, afectan a las empresas de inversión y, en parte, a las entidades de crédito que presten servicios de inversión.

Pueden destacarse los siguientes aspectos relevantes de la Directiva:

Normas sobre la estructura organizativa de las empresas de servicios de inversión. La Directiva obliga a que las empresas de servicios de inversión establezcan una serie de procedimientos en materia de cumplimiento normativo, gestión de riesgos y auditoría interna. También se regula la externalización de actividades por parte de las empresas de inversión, estableciendo varias condiciones; en este sentido, no se deben subcontratar todas las actividades esencia-

les de la entidad; la empresa de inversión debe supervisar la actividad de la entidad subcontratada; la entidad debe tener autonomía suficiente para prescindir de un acuerdo de subcontratación sin que ello afecte a su continuidad y debe contar con planes de emergencia al efecto; la subcontratación de la actividad de gestión de carteras y del depósito de valores a favor de entidades procedentes de terceros países está restringida, debiendo estar el tercero subcontratado sujeto a supervisión prudencial, etc.

Normas sobre conflictos de interés. La directiva exige que las entidades identifiquen y gestionen sus conflictos de interés y, en caso de que sea necesario, revelen la existencia los conflictos a los clientes. La Directiva resalta la necesidad de supervisar las estructuras organizativas de las entidades para evaluar la gestión de los conflictos de interés, así como los sistemas de remuneración de la entidad. También se regulan los incentivos que la entidad pueda pagar a un tercero o cobrar de un tercero distinto del cliente a quien presta un servicio de inversión.

Normas sobre protección de los valores, instrumentos financieros y efectivo de los clientes. La Directiva permite en esta materia que los Estados impongan medidas de protección adicionales en beneficio de los clientes. Se permite que las entidades utilicen los valores e instrumentos financieros que tienen por cuenta de sus clientes, siempre que el cliente lo autorice, pero se prohíbe que las entidades dispongan del efectivo depositado por los clientes, exceptuando a las entidades de crédito.

Normas sobre información a clientes minoristas. La Directiva exige que el cliente minorista reciba información exhaustiva sobre cuatro grandes áreas:

- La empresa de inversión y sus servicios
- Los valores e instrumentos financieros contratados
- Las medidas de protección de los instrumentos financieros y efectivo depositado por los clientes
- Los costes y gastos conexos

Normas sobre el principio de ejecución óptima. La Directiva desarrolla la exigencia de la MiFID en virtud de la cual las entidades deben adoptar, al ejecutar órdenes, todas las medidas razonables para obtener el mejor resultado posible para sus clientes.

Normas sobre gestión de órdenes de clientes. La Directiva permite agregar y agrupar órdenes de diferentes clientes antes de ejecutarlas, pero con condiciones (consentimiento del cliente, que la agregación no perjudique globalmente a los clientes, que las ejecuciones se desglosen luego equitativamente) También se permite agrupar órdenes por cuenta propia y por cuenta de clientes; en caso de ejecuciones parciales, se le da preferencia al cliente con la salvedad de que la entidad puede obtener también un rendimiento de la mejora que la agregación de las órdenes haya supuesto para los clientes.

- **Reglamento (CE) n^o 108/2006** de la Comisión de 11 de enero de 2006, por el que se modifica el Reglamento (CE) n^o 1725/2003 por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad.

Esa norma acoge varias modificaciones emitidas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (CNIC-IASB). En particular, el IASB realiza modificaciones en la NIIF 1, de adopción, por primera vez, de las Normas Internacionales de Información Financiera; en la NIIF 6, sobre exploración y evaluación de recursos minerales; en la NIC 1, en lo relativo a la información a revelar sobre el capital; en la NIC 39, sobre reconocimiento y valoración de instrumentos financieros; y en la NIIF 4, sobre contratos de seguro y contratos de garantía financiera. Asimismo se emite una norma nueva -la NIIF 7-, sobre instrumentos financieros: información a revelar, que sustituye a la NIC 30 y en parte a la NIC 32, e introduce nuevas exigencias para mejorar la información que figure en sus estados financieros sobre instrumentos financieros. Por último, el Reglamento comunitario acoge una interpretación sobre aparatos eléctricos y electrónicos adoptada por el Comité de Interpretaciones de las Normas Internacionales de Información Financiera (CINIIF 6).

- **Reglamento (CE) N° 1287/2006** de la Comisión de 10 de agosto de 2006, por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado, la admisión a negociación de instrumentos financieros y términos definidos a efectos de dicha Directiva.

Esta norma forma parte del llamado nivel 2, de desarrollo de la MiFID (Directiva 2004/39/CE). El principal objetivo de este Reglamento comunitario consiste en establecer unas normas y requisitos de transparencia detallados y plenamente armonizados que regulen la información sobre las operaciones con valores e instrumentos financieros, con el fin de garantizar unas condiciones de mercado equivalentes que faciliten las operaciones transfronterizas.

La MiFID establece diversos tipos de centros en los que pueden negociarse valores e instrumentos financieros: los mercados regulados, los sistemas multilaterales de negociación, los internalizadores sistemáticos y la compensación interna de órdenes por parte de las empresas de inversión. La ruptura del principio de concentración de órdenes en un único punto tiene un coste en términos de fragmentación de la liquidez que se trata de paliar mediante normas de transparencia que fomenten la competencia entre los distintos entornos de negociación que establece la MiFID. En este sentido, el reglamento detalla las circunstancias en que pueden ser necesarias excepciones a los requisitos de transparencia prenegociación, o al aplazamiento de los requisitos de transparencia postnegociación. En caso de que se concedan exenciones a los requisitos de transparencia prenegociación, o de que se autorice el aplazamiento de las obligaciones de transparencia postnegociación, las autoridades competentes deben dispensar el mismo trato a todos los mercados regulados y sistemas multilaterales de negociación. El reglamento también exige que los Estados miembros se coordinen en la determinación del mercado más líquido para cada instrumento financiero admitido a negociación en un mercado regulado, ya que la autoridad competente del mercado más líquido debe recibir y difundir información sobre la operativa que se realice sobre tales instrumentos financieros.

Por otra parte, el Reglamento también desarrolla algunas disposiciones sobre los mercados de derivados sobre mercaderías.

- **Reglamento (CE) N° 1787/2006** de la Comisión, de 4 de diciembre de 2006, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 809/2004 relativo a la aplicación de la

Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en cuanto a la información contenida en los folletos así como al formato, la incorporación por referencia, la publicación de dichos folletos y la difusión de publicidad.

Este reglamento comunitario introduce la exigencia de que la información financiera histórica facilitada por los emisores de terceros países en los folletos de oferta pública de valores o de admisión a cotización de valores en un mercado regulado de un Estado miembro se exprese siguiendo las normas NIIF o las normas nacionales de contabilidad de un tercer país equivalentes a éstas. Con anterioridad, el Reglamento (CE) n.º 809/2004 eximía a los emisores de terceros países, en una serie de casos limitados, de la obligación de reformular la información financiera histórica que no había sido elaborada con arreglo a las NIIF o a las normas de contabilidad equivalentes de un tercer país.

Por otra parte, el Reglamento establece que los principios contables generalmente aceptados (PCGA) de Estados Unidos, Japón y Canadá, globalmente considerados, son equivalentes a las NIIF adoptadas por el Derecho comunitario. Por consiguiente, se exime a los emisores de la obligación de reformular la información financiera histórica preparada de acuerdo con las normas de contabilidad de Estados Unidos, Japón o Canadá. Del mismo modo, y por un periodo transitorio de dos años, se exime de la obligación de reformular su información financiera histórica a los emisores de terceros países cuya autoridad nacional haya contraído un compromiso público y establecido un programa de trabajo para tratar de lograr la convergencia entre las NIIF y sus principios contables generalmente aceptados.

Anexos sobre la organización de la CNMV

Composición del Consejo de la CNMV

Presidente	D. Manuel Conthe Gutiérrez
Vicepresidente	D. Carlos Arenillas Lorente
Consejeros	Dña. Soledad Núñez Ramos
	D. José María Viñals Iñiguez ¹
	D. Julio Segura Sánchez ²
	Dña. Rosa Rodríguez Moreno ³
	Dña. María Soledad Abad Rico ⁴
Secretario	D. Javier Rodríguez Pellitero

Composición del Comité Ejecutivo de la CNMV⁵

Presidente	D. Manuel Conthe Gutiérrez
Vicepresidente	D. Carlos Arenillas Lorente
Consejeros	D. Julio Segura Sánchez
	Dña. Rosa Rodríguez Moreno
	Dña. María Soledad Abad Rico
Secretario	D. Javier Rodríguez Pellitero

-
1. Subgobernador del Banco de España. Nombrado por Real Decreto 873/2006, de 14 de julio. Sustituye en el cargo a D. Gonzalo Gil García.
 2. Nombrado por Orden EHA/689/2006, de 13 de marzo. Sustituye en el cargo a D. Juan Junquera González.
 3. Nombrada por Orden EHA/2123/2006, de 28 de junio. Sustituye en el cargo a D. Luis Perezagua Clamagrand.
 4. Nombrada por Orden EHA/701/2007, de 23 de marzo. Sustituye en el cargo a Dña. Soledad Plaza y Jabat.
 5. El Comité Ejecutivo está regulado, en cuanto a su creación, constitución y funciones, por el artículo 18 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, según redacción dada al mismo por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

Composición del Comité Consultivo de la CNMV6

Presidente D. Carlos Arenillas Lorente

Secretario D. Javier Rodríguez Pellitero

Vocales

Representantes de los miembros de los mercados secundarios oficiales

Titular D. Sebastián Albella Amigo

Suplente D. Ignacio Olivares Blanco

Titular D. Jaime Aguilar Fernández Hontoria

Suplente D. Manuel Ardanza Fresno

Titular D. José M^a Antúnez Xaus

Suplente D. Antonio Gallego González

Titular D. Ignacio Solloa Mendoza

Suplente D. Luis Vía Fernández

Titular D. Francisco Oña Navarro

Suplente D. Julio Alcántara Lera

Titular Dña. Ana Ibáñez Díaz Bustamante

Suplente

Representantes de los emisores

Titular D. José M^a Méndez Álvarez Cedrón

Suplente D. Juan Carlos Manzano Monis López Chicheri

Titular D. José Luis Alonso Iglesias

Suplente Dña. M^a Teresa Saez Ponte

Titular Dña. Ana Bartolomé Delicado

Suplente Dña. Teresa Conesa Fábregues

Titular D. Juan Luis Sabater Navarro

Suplente D. Luis Cortés Domínguez

Composición del Comité Consultivo de la CNMV (continuación)

Anexos
Anexos sobre la
organización de la CNMV

Representantes de los inversores

Titular	D. Manuel Pardos Vicente
Suplente	Dña. Ana Isabel Ceballo Sierra
Titular	Dña. Pilar González de Frutos
Suplente	Dña. M ^a Aranzazu del Valle Schaan
Titular	D. Antonio M ^a Malpica Muñoz
Suplente	D. José Manuel Pomarón Bagües
Titular	D. Mariano Rabadán Forniés
Suplente	D. Ángel Martínez Aldama Hervás

Representantes de las Comunidades Autónomas con mercado secundario oficial

País Vasco

Titular	D. Juan Miguel Bilbao Garai
Suplente	D. Miguel Bengoechea Romero

Cataluña

Titular	D. Ferrán Sicart Ortí
Suplente	D. Josep María Sánchez i Pascual

Comunidad Valenciana

Titular	D. Enrique Pérez Boada
Suplente	D. Nicolás Jannone Bellot

Direcciones de la CNMV

Dirección General

Dirección

Subdirección

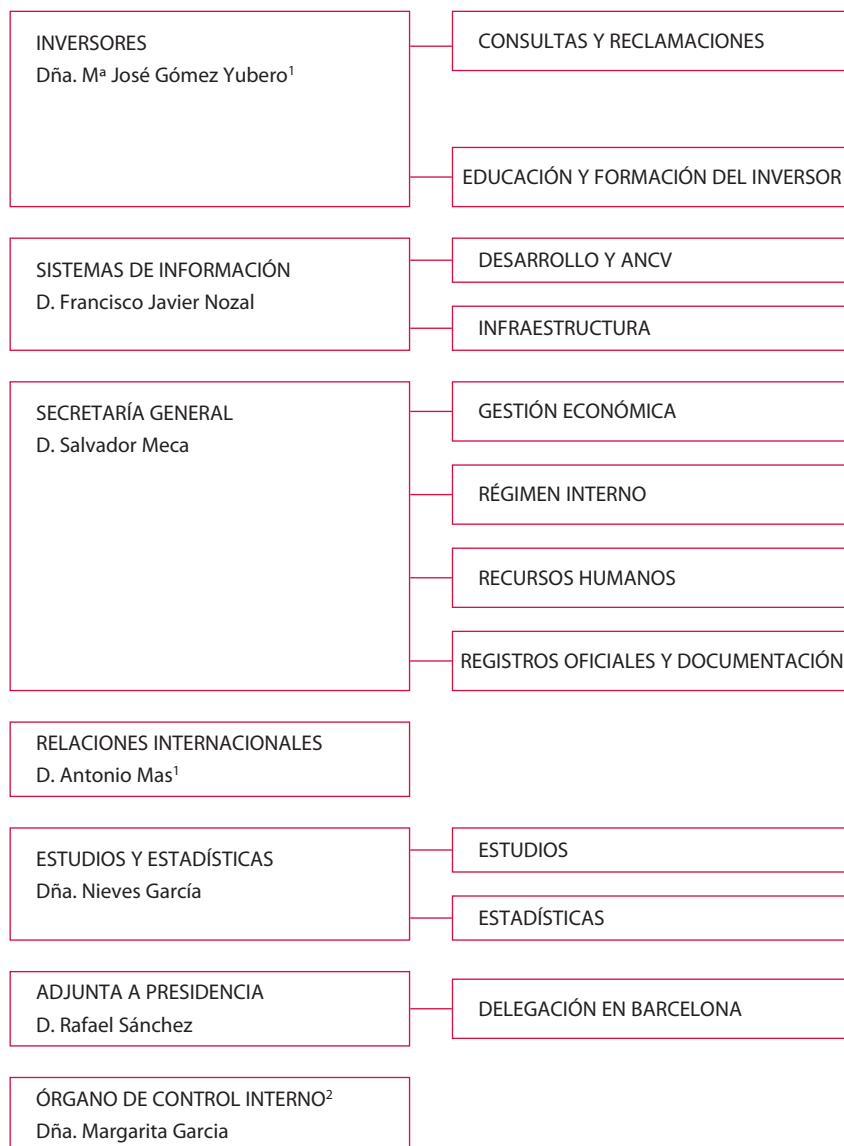


Direcciones de la CNMV

Dirección General

Dirección

Subdirección



1. Desde el 1 de marzo de 2007

2. Según el artículo 41 del Reglamento de Régimen Interior de la CNMV, depende directamente del Comité Ejecutivo de la CNMV

