

MEMORIA ANUAL *CNMV 1997*

INDICE GENERAL

Abreviaturas	4
1. La estructura de la CNMV	5
Organigrama	5
Recursos	6
2. La CNMV como servicio publico	11
Los registros oficiales de la CNMV	11
La ventanilla de reclamaciones	11
La Agencia Nacional de Codificación	16
3. Fomento de mercado	18
Medidas en el ámbito de las IIC	18
Medidas en el ámbito de las entidades de crédito y de valores	20
4. La preparación al euro	22
5. Supervisión prudencial	23
6. Protección al inversor	27
Las relaciones de los intermediarios con su clientela	27
Ofertas públicas de adquisición de valores (OPA)	29
Ofertas públicas de venta de valores (OPV)	30
7. Seguimiento de los mercados secundarios	34
8. Transparencia del mercado	41
Información periódica de las sociedades cotizadas	41
Cuentas anuales e informes de auditoría	41
Participaciones significativas y consejos de administración	43
9. Integridad del mercado	48
La Unidad de Vigilancia de los Mercados	48
La actuación de la Inspección	50
Criterios de interés en la resolución de expedientes sancionadores	53
10. Regulación	65
La Sentencia del Tribunal Constitucional de 16 de julio de 1997	65
Actividad normativa	67
Cartas circulares	70
11. Actividad Internacional	73
IOSCO	73
Unión Europea	74
Otros asuntos relacionados con la actividad internacional	74

Anexo 1 Composición del Consejo de la CNMV	76
Anexo 2 Composición del Comité Consultivo de la CNMV	77

INDICE DE CUADROS:

1.1	Organigrama de la Comisión Nacional del Mercado de Valores	6
1.2	Plantilla de la CNMV	9
2.1	Vías de consulta a los Registros Oficiales de la CNMV	12
2.2	Entidades contra las que se reclama	14
2.3	Relación de entidades financieras contra las que se presentaron reclamaciones en 1997	15
2.4	Resultado de las reclamaciones presentadas en 1997	16
3.1	Número de entidades registradas	20
4.1	La introducción del euro en los mercados de valores	23
6.1	Ofertas públicas de adquisición de valores (OPA)	29
6.2	Ofertas públicas de adquisición de valores en 1997	30
6.3	Ofertas públicas de venta en 1997	33
7.1	Suspensiones de negociación en bolsa	38
8.1	Resumen de las auditorías de sociedades emisoras recibidas en la CNMV	43
8.2	Requerimientos formulados a sociedades cotizadas durante 1997 en relación con la auditoría de cuentas del ejercicio 1996	44
9.1	Actuaciones de la Unidad de Vigilancia de Mercados en 1997	50
9.2	Actuaciones de la División de Inspección en 1997	52
9.3	Resolución de expedientes sancionadores en 1997	61
9.4	Relación de sentencias recaídas en recursos contencioso-administrativos (R.C.A.) durante 1997 contra resoluciones en materia de sanciones	63

INDICE DE GRÁFICOS:

7.1	Evolución del Ibex-35 y su volatilidad durante el ejercicio 1997	37
-----	--	----

INDICE DE RECUADROS:

La Delegación de la CNMV en Cataluña	8
■ El sistema CIFRADO/CNMV para la tramitación de procedimientos administrativos y el intercambio de información (firma electrónica)	10
■ Algunas reclamaciones con asuntos de interés general	13
■ La ventanilla única para la tramitación de nuevas instituciones de inversión colectiva	18
■ Uso del pasaporte comunitario para empresas de servicio de inversión	21
■ Obligaciones de información y control interno	24
■ Inversión de los fondos en derivados	25
■ Inversión de los fondos en valores no cotizados	26
■ “Murallas chinas” y conflictos de interés	28
■ Nuevos esquemas de información al público en las OPV	31
■ Recomendaciones y criterios de la CNMV en relación a las OPV	32
■ Incidencias en la salida a bolsa de Adolfo Domínguez	35
■ La cotización de Telefónica y Endesa en los últimos momentos de la sesión del 31 de diciembre de 1997	37
■ El necesario incremento de la capacidad técnica del SIBE	39
■ La compensación y liquidación de valores	40
■ Utilización de las nuevas tecnologías en la difusión y comunicación de información	41
■ Hechos relevantes y su comunicación al mercado	46
■ Elaboración de un código de buen gobierno de las empresas	47
■ Intermediarios no registrados	51

■ Cooperación internacional en el área de inspección	60
■ Las cartas circulares	72
■ Organizaciones internacionales de comisiones de valores: IOSCO y FESCO	75

ABREVIATURAS

ANNA : Asociación de Agencias Nacionales de Codificación/Association of National Numbering Agencies

AV: Agencia de valores

AVB: Agencia de valores y bolsa

CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores

DSI: Directiva de Servicios de Inversión

EDV: Entidad de Valores

FIAMM: Fondos de inversión en activos del mercado monetario

FII: Fondos de inversión inmobiliaria

FIM: Fondos de inversión mobiliaria

IIC: Instituciones de inversión colectiva

ISIN : Código internacional de valores/International Securities Identification Number

LMV: Ley del Mercado de Valores

MEFF RF: Mercado de Futuros Financieros Renta Fija

MEFF RV: Mercado de Futuros Financieros Renta Variable

MOU: "Memorandum of understanding"

OICV/IOSCO: Organización Internacional de Comisiones de Valores/International Organization of Securities Commissions

OICVM: Organismo de inversión colectiva en valores mobiliarios

OPA: Oferta pública de adquisición de valores

OPV: Oferta pública de venta de valores

OTC: "Over the counter"

SCLV: Servicio de Compensación y Liquidación de Valores

SGC: Sociedades gestoras de carteras

SGIIC: Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva

SIB: Sistema de Interconexión Bursátil

SIBE: Sistema de Interconexión Bursátil Español

SIM: Sociedad de inversión mobiliaria

SIMCAV: Sociedad de inversión mobiliaria de capital variable

SV: Sociedad de valores

SVB: Sociedad de valores y bolsa

UE : Unión Europea

1. LA ESTRUCTURA DE LA CNMV

Organigrama

La CNMV ha modificado su estructura organizativa para desarrollar con mayor eficacia su cometido en un contexto caracterizado por el crecimiento del sector sujeto a supervisión y por los desafíos de la nueva realidad europea. La reforma se ha llevado a cabo en dos etapas.

En la primera, culminada en febrero de 1997, se dieron los siguientes pasos :

- Creación de la División de Fomento del Mercado de Valores, con la misión de apoyar la creación de nuevas empresas de servicios de inversión e instituciones de inversión colectiva y de desarrollar normas e iniciativas de promoción del mercado de valores.
- Asignación a una única División - Supervisión - del seguimiento de todas las empresas de servicios de inversión e instituciones de inversión colectiva, con la intención de concentrar en una sola unidad la inspección de todos los grupos financieros.
- Creación, dentro de la División de Inspección, de la Unidad de Vigilancia de Mercados para reforzar los medios de detección de conductas ilícitas en materia de formación de precios, uso indebido de información privilegiada y blanqueo de dinero.

La segunda parte de la reestructuración se llevó a cabo en el inicio de 1998 y sus líneas maestras son:

- Las actividades básicas de supervisión y fomento se concentran en cuatro Direcciones Generales : Estrategia, Fomento, Supervisión y Mercados Primarios. El organigrama se completa con seis divisiones horizontales : Inspección, Secretaría del Consejo y Servicios Jurídicos, Estudios, Sistemas de Información, Secretaría General y Comunicación.
- La nueva División de Estrategia tiene como finalidad principal impulsar un plan estratégico de los mercados españoles y desarrollar su regulación en la perspectiva de la nueva etapa que se iniciará en enero de 1999, con el inicio de la tercera fase de la Unión Monetaria.
- La División de Supervisión centraliza todas las funciones de inspección, el seguimiento de los mercados secundarios y la supervisión prudencial de las empresas de servicios de inversión y de las instituciones de inversión colectiva.
- En algunas divisiones se crean Direcciones de Area. Hasta ahora se han constituido las de Seguimiento de Mercados en Supervisión, la de Relaciones Internacionales en Estrategia y la de Registros Oficiales y Documentación en Secretaría General.

ORGANIGRAMA DE LA COMISION NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

	DIVISION	FUNCIONES
CONSEJO	Dirección General de Estrategia	Planificación estratégica. Desarrollo normativo. Relaciones internacionales de la CNMV.
	Dirección General de Fomento	Creación y seguimiento institucional de entidades de valores e instituciones de inversión colectiva. Relaciones institucionales con sociedades rectoras de mercados y SCLV. Delegación en Cataluña : prestación de todos los servicios de la CNMV en Barcelona.
	Dirección General de Mercados Primarios	Emisión de valores y OPV. Admisión a negociación. Información al mercado. Participaciones significativas. Autocartera. OPA.
	Dirección General de Supervisión	Supervisión, inspección e intervención de entidades. Supervisión de los mercados secundarios. Exclusión y suspensiones de negociación.
	Inspección	Propuesta y gestión de expedientes sancionadores. Unidad de Vigilancia de Mercados : información privilegiada, manipulación de precios y blanqueo de capitales.
	Secretaría del Consejo y Servicios Jurídicos	Secretaría del Consejo y Comité Consultivo. Servicios Jurídicos de la CNMV. Servicio contencioso de la CNMV y relaciones con órganos judiciales.
	Sistemas de Información	Diseño, desarrollo e implantación de los sistemas de información de la CNMV. Agencia Nacional de Codificación de Valores.
	Secretaría General	Dirección administrativa. Atención al Público. Documentación y Registros Oficiales.
	Estudios	Análisis y estudios sobre el sistema financiero.
	Comunicación	Relaciones con los medios de comunicación.

Recursos

El pasado ejercicio se ha caracterizado por un fuerte incremento de la actividad en el ámbito de supervisión. Así, por ejemplo, se dobló la contratación de acciones en bolsa, el importe colocado en ofertas públicas de venta - privatizaciones y salidas a bolsa - se multiplicó por nueve y la inversión colectiva creció casi el 37% en el patrimonio gestionado. El crecimiento de las actividades supervisadas ha multiplicado, como es natural, los actos de supervisión y ha exigido de la CNMV un notable esfuerzo para adecuar sus recursos humanos y técnicos a las necesidades del servicio que presta.

El actual marco de austeridad presupuestaria de las administraciones públicas, tan necesario para la economía española en su conjunto, dificulta un ajuste ágil de los recursos humanos y técnicos de la CNMV. Determinadas restricciones en materia de contratación de personal y adquisición de equipos y material dificultan una pronta cobertura de áreas particularmente sensibles, como la de inversión colectiva, cuyo

crecimiento ha puesto bajo la supervisión de la CNMV un patrimonio superior a 27 billones de pesetas administrado en nombre de más de seis millones de partícipes.

La gestión económica

El incremento de las actividades bajo supervisión durante el ejercicio se reflejó tanto en los ingresos como en los gastos durante el ejercicio.

Los *ingresos* ascendieron a 3.898 millones de pesetas, de los que 3.406 procedieron del cobro de tasas. La recaudación por este concepto se incrementó casi en el 54% respecto al año anterior, a pesar de no haberse modificado las tarifas autorizadas. Particularmente significativos fueron los incrementos en materia de tasas por registro de instituciones de inversión colectiva (101%), folletos de emisión (30%) y admisión a negociación de valores (26%). Asimismo, se produjo un fuerte incremento de las tasas por supervisión de los mercados secundarios (82%) e instituciones de inversión colectiva (53%).

En contraste con la evolución de las tasas, los ingresos financieros disminuyeron el 25% debido al descenso de los tipos de interés y a un acuerdo del Consejo de Ministros que supuso una reducción de tesorería de 5.000 millones de pesetas: 3.957 por reducción de reservas y 1.043 por aplicación de resultados de 1996. Este importe fue ingresado en la cuenta del Tesoro Público a lo largo de 1997.

Los gastos de explotación se elevaron a 1.978 millones de pesetas, lo que supone un crecimiento del 8,3% respecto al año anterior. Un 73% de esta partida corresponde a gastos de personal. Dentro de ella, los sueldos y salarios crecieron el 2,2%, pero si se excluye el efecto de la incorporación de los técnicos en prácticas del Programa 2000, el incremento se reduce al 1%, en su totalidad debido a deslizamientos por antigüedad, ya que los salarios se mantuvieron congelados. Destacan por su importancia los aumentos en gastos de formación de personal (70%), provisiones para las indemnizaciones al cese de los miembros de Consejo de la CNMV - se concentran en los dos primeros años de cada mandato -, alquileres y otros gastos de ampliación de locales en Madrid, asistencia a reuniones internacionales y gastos de seguridad.

Durante el ejercicio, las adquisiciones de inmovilizado supusieron cerca de 125 millones de pesetas, de los que 103 se asignaron a inversiones en equipamiento informático, dentro de un amplio programa de actualización de infraestructuras. De este importe, un 58% se destinó a la actualización y nueva dotación de equipos de puestos de trabajo, un 35% a la renovación de servidores y de la electrónica de la red, y un 7% a la renovación del software de base.

El resultado del ejercicio se cifró en 1.920 millones de pesetas. A la vista de la evolución de ingresos y gastos, el Consejo de la CNMV acordó, el pasado 21 de octubre, proponer al Gobierno una reducción de las tasas que percibe por sus servicios. Se espera que las nuevas tasas reducidas estén en vigor en los próximos meses.

La Delegación de la CNMV en Cataluña

Desde el 17 de abril de 1996, la CNMV dispone de una Delegación en Cataluña. Inicialmente su apertura perseguía incrementar la eficacia de las actividades de supervisión de las entidades catalanas sometidas a control prudencial, así como facilitar el acceso a los registros públicos y el cumplimiento de las obligaciones de información de entidades registradas y sociedades emisoras radicadas en Cataluña.

Transcurrido más de un año de funcionamiento de la Delegación y a la vista de los resultados obtenidos, se estimó conveniente añadir nuevas áreas a su gestión que contribuyesen al fomento de Barcelona como plaza financiera.

Así, desde el 1 de julio de 1997 la Delegación dispone de personal técnico cualificado y de la dotación de sistemas de información precisa para que en ella se puedan llevar a cabo todas las tareas relevantes en el análisis de proyectos y modificaciones posteriores de instituciones de inversión colectiva, SGIIC, SGC y sociedades y agencias de valores, así como en el análisis de folletos de emisión y ofertas públicas de venta, y, en su caso, de su posterior admisión a negociación. La tramitación de expedientes a través de la Delegación disminuye los costes de transacción y simplifica notablemente el cumplimiento de trámites burocráticos para las entidades domiciliadas en Cataluña que utilizan estos servicios.

Durante este período se han tramitado a través de la Delegación 53 proyectos de constitución y 55 inscripciones de instituciones de inversión colectiva, lo que supone una quinta parte del total nacional. Se han tramitado también 28 expedientes relativos a emisiones y admisiones, equivalentes a un 16% del total, entre los que destaca una oferta pública de venta con salida a bolsa.

La Delegación está abierta a los inversores, a quienes brinda un trato personalizado en la formulación de consultas y en la presentación de reclamaciones. Sus instalaciones albergan una sala de consultas dotada de medios electrónicos que facilitan un cómodo acceso a los registros oficiales y a otras bases de datos disponibles en la sede central.

Los recursos humanos

La gestión de los recursos humanos fue muy compleja en 1997. Dentro de las restricciones establecidas con carácter general para las administraciones públicas, la Ley de Presupuestos Generales del Estado limitó el número de plazas a convocar y modificó en profundidad el proceso de reclutamiento, al incluir a la CNMV en la Oferta de Empleo Público. Estas medidas complicaron la selección de personal en un momento de multiplicación de las necesidades del servicio. Así, por ejemplo, hasta el último trimestre del año no fue posible realizar los procesos de selección para sustituir bajas de personal producidas en el primer trimestre.

El entorno de austeridad también se reflejó en la evolución de las remuneraciones. Ya se ha señalado que éstas permanecieron congeladas durante 1997. Dados los niveles salariales actualmente vigentes en la CNMV, la elevada cualificación técnica que se requiere para el desempeño de la mayor parte de las funciones y la evolución de las remuneraciones en el área supervisada, las restricciones en materia salarial no facilitan el reclutamiento de nuevo personal capacitado.

Para dar solución a los problemas expuestos, la CNMV introdujo durante el pasado año dos novedades de interés en el ámbito de los recursos humanos :

- Incorporación de técnicos en prácticas. Dentro de un programa denominado Técnicos 2000, la CNMV incorporó a su plantilla, en régimen de contrato en prácticas por dos años, a 14 técnicos de titulación reciente y brillante expediente académico, que superaron un estricto proceso de selección al que concurrieron más de 11.000

personas. El programa contempla la rotación de estos titulados por las distintas divisiones de la CNMV, durante períodos de seis meses. De este modo, se pretende disponer de una cantera de personal cualificado a partir de 1999, en caso de que la CNMV requiera una ampliación de su personal o la sustitución de posibles bajas. No obstante, este programa no impedirá la incorporación de técnicos de superior cualificación o experiencia profesional, siempre a través de procesos de selección con convocatoria pública.

- Mayores oportunidades de promoción interna. La CNMV ha considerado necesario incrementar las oportunidades de promoción dentro de la carrera profesional interna. A tal fin, se han nombrado nuevos subdirectores y se ha creado la figura del Director de Area, que asume responsabilidades de particular relieve dentro de las divisiones de la casa.

Cuadro 1.2
PLANTILLA DE LA CNMV
COMPOSICIÓN POR CATEGORÍAS PROFESIONALES

Categorías	Número de empleados	
	1996	1997
Servicios	9	9
Administración	43	45
Técnicos	113	108*
Dirección	16	16
Total	181	192

* No incluye a 14 técnicos en prácticas contratados durante el pasado año

Los recursos informáticos

Las herramientas informáticas son esenciales para el desempeño de las tareas de supervisión. Toda información canalizada hacia la CNMV se procesa - como dato o imagen - e inicia su flujo en soporte telemático, según el procedimiento que le corresponda, desde el puesto de trabajo hasta los sistemas centrales, facilitando su relación con otras informaciones, su consulta y su difusión interna y externa.

Durante 1997, se han introducido diversas mejoras en sus sistemas de información, de las que cabe destacar las siguientes :

- Desarrollo de un nuevo *sistema de seguimiento de operaciones* en el mercado basado en la interrelación dinámica de toda la información.
- Inclusión de *páginas en Internet* que, entre sus múltiples servicios de consulta libre, aportan los siguientes: acceso a las bases de datos que contienen los registros públicos, disponibilidad de toda la legislación del mercado de valores, principales publicaciones de la CNMV, documentación descriptiva de la organización, competencias y actividad que se lleva a cabo, formularios de solicitud de servicios, comunicados de prensa y acceso a los servicios de la Agencia Nacional de Codificación de Valores. Estos últimos son utilizados, sábados y domingos inclusive, por una media diaria de 350 usuarios, que consultan un total de 3.000 páginas a través de 7.000 accesos. Dotación de *correo en Internet* a todo el personal de la CNMV.
- Desarrollo de las aplicaciones telemáticas del *sistema CIFRADO/CNMV*, tras la aprobación del correspondiente acuerdo del Consejo, que permitirá a todas las entidades financieras que lo soliciten realizar intercambios de documentos con la CNMV a través de medios telemáticos, con plena validez y eficacia jurídica.

El sistema CIFRADO/CNMV para la tramitación de procedimientos administrativos y el intercambio de información (firma electrónica)

El 19 de diciembre de 1997, el Consejo de la CNMV estableció las condiciones que permitirán la utilización de Internet y del Servicio de Boletín Electrónico (BBS) para la tramitación de los procedimientos administrativos de su competencia y para el intercambio de información. Los principales destinatarios de la medida serán los intermediarios del sector y los emisores, pero también podrán utilizarlo todas aquellas personas físicas o sociedades que, en algún momento, deban entablar relaciones jurídicas con la CNMV. Todos ellos podrán solicitar la utilización del sistema, al que se ha denominado CIFRADO, y beneficiarse de las ventajas que las nuevas tecnologías suponen en términos de coste y celeridad. También la propia CNMV se beneficiará de una amplia utilización del nuevo sistema, en la medida en que agilizará la tramitación de los procedimientos y facilitará el procesamiento de la información.

El sistema adoptado incorpora diversas cautelas jurídicas y técnicas para garantizar la autenticidad, confidencialidad, integridad, conservación y apropiada utilización de los documentos. La CNMV autorizará su utilización y las personas físicas o jurídicas autorizadas deberán determinar qué personas podrán manejarlo en su nombre. La seguridad técnica de la transmisión descansa en un procedimiento de cifrado del mensaje, complementado por la denominada firma electrónica y la utilización combinada de claves públicas y privadas del emisor y del receptor.

Este acuerdo del Consejo de la CNMV, que da cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 45 de la Ley 30/92, de 26 de diciembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común y en el Real Decreto 263/1996, de 16 de febrero, por el que se regula la utilización de técnicas electrónicas, informáticas y telemáticas por la Administración General del Estado, es el primero de esta naturaleza en el ámbito administrativo español.

2. LA CNMV COMO SERVICIO PÚBLICO

Los registros oficiales de la CNMV

Los registros oficiales de la CNMV canalizan toda la información que los emisores y los intermediarios del mercado de valores están obligados a facilitar al público. De ahí que constituyan una valiosa fuente de consulta para los inversores y, en general, para todas las personas y empresas interesadas en dicho mercado.

Consciente de la importancia de este servicio, la CNMV ha tratado de hacerlo cada vez más accesible y de facilitar el procesamiento de la información. Partiendo de una utilidad básica de consulta directa mediante pantallas o disco óptico en la sede central y obtención de copias en papel, los usuarios disponen ahora de nuevas posibilidades :

- Un nuevo punto de consulta directa en las instalaciones de la Delegación en Cataluña.
- Almacenaje de determinada información mediante soportes informáticos que facilitan su tratamiento (CD-ROM y disquetes).
- Acceso a gran parte de la información a través de Internet.

Las nuevas tecnologías facilitan el tratamiento y la difusión de la información. La CNMV continuará utilizándolas para que el mercado de valores sea más transparente. El reto más importante en este campo está hoy en la explotación de las posibilidades de acceso remoto a la información que brinda Internet. Todos los registros estarán disponibles, en breve, en Internet.

Comisión Nacional del Mercado de Valores

Pº Castellana 19
28046 Madrid
España
Teléfono: 34 1 5851500
Fax: 34 1 3193373

BBS: 34 1 5852286
Internet: www.cnmv.es
Departamento de Atención
al Público : dap@cnmv.es
Registros oficiales y
documentación :
rod@cnmv.es
Agencia Nacional de
Codificación :
ancv@cnmv.es
Internacional :
International@cnmv.es



Delegació a Catalunya:
Pº Gracia 19
08007 Barcelona.
España
Teléfono: 34 3 3047300
Fax: 34 3 3077310

La ventanilla de reclamaciones

Funciones

El servicio de reclamaciones atiende las quejas o reclamaciones de los inversores contra personas o entidades sometidas a la supervisión de la CNMV. Su finalidad es prestarles toda la protección y asesoramiento legal posibles dentro de sus competencias,

que son distintas de las de los tribunales de justicia y no incluyen, por ejemplo, las de juzgar y valorar el alcance de los conflictos surgidos de las relaciones mercantiles entre los inversores y las entidades supervisadas.

La CNMV resuelve las reclamaciones mediante un escrito, que envía al reclamante y a la entidad objeto de la reclamación, en el que se recogen las conclusiones a las que se ha llegado respecto del caso suscitado.

Cuando en una reclamación se evidencia que la conducta seguida por una entidad no se ajusta a los buenos usos y prácticas de los mercados de valores, se toman las medidas necesarias para que corrija su comportamiento. Asimismo, cuando se advierten indicios de conductas sancionables, la CNMV toma en consideración el asunto y lo investiga.

Una buena parte de las reclamaciones se producen por falta de información sobre normativa o procedimientos, o por desconocimiento de datos o informes generalmente disponibles en los Registros Oficiales. En estos casos, la CNMV proporciona la información necesaria al reclamante o le orienta sobre el modo de obtenerla. También facilita orientación sobre los pasos a seguir cuando el asunto objeto de reclamación trasciende sus competencias.

Cuadro 2.1
VÍAS DE CONSULTA A LOS REGISTROS OFICIALES DE LA CNMV

	Consulta directa en la CNMV			Internet	Disquete y CD-ROM
	Papel	Pantallas	Disco óptico		
Comunicaciones previas	Desde 1.989	Desde 1989	Desde 1.994	Desde 1.989	
Emisiones	Desde 1.989	Desde 1989	Desde 1.990	Desde 1.989	
Admisiones a negociación	Desde 1.989	Desde 1989	Desde 1.990	Desde 1.989	
Folletos de inscripción de IIC	Desde 1.989	Desde 1989	(*)		
Expedientes de inscripción de sociedades y agencias de valores	Desde 1989	Desde 1989	Desde 1.989		
Auditorías :					
Emisores	Desde 1.986	Desde 1986	Desde 1.986	Desde 1986	Desde 1990
IIC	Desde 1.989	Desde 1989	Desde 1.993		
Sujetos del mercado	Desde 1.988	Desde 1988	Desde 1.993		
Sujetos del mercado y grupos consolidables	Desde 1.993	Desde 1993			
Sociedades rectoras de mercados	Desde 1.989	Desde 1989			
Informes especiales	Desde 1.991	Desde 1991			
Información financiera :					(**)
Emisores	Desde 1.989	Desde 1989		Desde 1995	
Información financiera de IIC	Desde 1.991	Desde 1991	Desde 1.993	Desde 1997	
OPA	Desde 1.989	Desde 1989	En proceso		
Escrituras de anotaciones en cuenta	Desde 1.989	Desde 1989	En proceso		
Tarifas de intermediarios	Desde 1.993	Desde 1989			
Participaciones significativas	Desde 1.990	Desde 1990		Desde 1989	(***)
Hechos relevantes	Desde 1.990	Desde 1989		Desde 1989	
Contratos tipo de intermediarios	Desde 1.996	Desde 1989			

La referencia temporal que aparece reflejada en cada casilla corresponde a la fecha del primer dato incorporado al registro que se puede consultar en ese formato .

(*) Folletos registrados en la Delegación de Barcelona.

(**) Formatos ASCII y Windows.

Algunas reclamaciones con asuntos de interés general

- **Desdoblamiento del nominal de acciones.** El examen de las reclamaciones aconsejó la remisión de una carta, el pasado 21 de agosto, a los presidentes de las entidades con actividad de depósito y administración de valores - disponible en las páginas de la CNMV en Internet - en la que se advertía de la improcedencia de duplicar las comisiones de depósito y administración por ese motivo y se recordaba que sólo puede cargarse una comisión por esta operación si está claramente consignada en el folleto de tarifas.
- **Intervención de los representantes de las sociedades y agencias de valores en la gestión de carteras.** Por la gravedad de los hechos expuestos en las reclamaciones, la CNMV consideró conveniente emitir una Carta Circular - la 11/1997 - que aclarase el concepto legal de representación y recordase que los representantes no están autorizados a gestionar carteras.
- **Operación acordeón de Huarte S.A.** Numerosos inversores presentaron quejas por esta operación, al ver reducida su inversión a cero. En su mayor parte, los reclamantes habían adquirido las acciones a finales de 1996, desconociendo que se iba proceder a la operación, a pesar de que la CNMV había difundido información puntual y suficiente sobre este asunto. Se les transmitió la información existente en los registros oficiales de la CNMV y se les explicó que no se había apreciado ninguna irregularidad en el asunto. No obstante, y como en algunos casos se advirtió que las entidades que tramitaron los órdenes de compra no habían informado suficientemente a sus clientes sobre los riesgos de su inversión, la CNMV se dirigió a ellas para recordarles esta obligación.
- **Publicidad incompleta.** Las reclamaciones se referían a la emisión de cédulas hipotecarias. La publicidad efectuada por el emisor no hacía mención al derecho de amortización anticipada que éste se reservaba. A pesar de que este extremo sí se hacía constar en el correspondiente folleto registrado, la CNMV consideró que lo consignado en la publicidad difundida constituía un dato importante para los suscriptores y así se lo hizo saber al emisor, que se avino a ofrecer una solución a los reclamantes como consecuencia de ello.
- **Publicidad confusa.** El colocador de una emisión de bonos hipotecarios difundió en un primer momento una publicidad, después corregida, de la que se deducían rendimientos mucho mayores a los realmente ofrecidos, lo que motivó la presentación de numerosas reclamaciones al vencimiento de los bonos. La CNMV entiende que, en la medida en que algún inversor haya podido fundar su decisión en la publicidad ofrecida en primer lugar, encuentra sus derechos amparados por la Ley General de la Publicidad y la Ley General para la Defensa de Consumidores y Usuarios y, en consecuencia, puede ejercer, dentro de este ámbito, las acciones legalmente oportunas.
- **Actuaciones inspectoras.** Las reclamaciones presentadas dieron lugar a la apertura de expedientes sancionadores a las empresas Delta Focus S.L., Dinamica Directiva S.L. y B.S.C. Asesores S.L., por realización de actividades no permitidas, dentro de las empresas popularmente conocidas como "chiringuitos financieros". También se remitieron a Inspección varias denuncias por incumplimiento de las obligaciones de información al mercado contra Aurium S.A. y Rentcapital S.A., sociedades que fueron finalmente excluidas de cotización en noviembre de 1997.

Las reclamaciones recibidas en 1997

El crecimiento de la actividad en el mercado de valores y, sobre todo, la incorporación de nuevos inversores se han dejado sentir en el número de reclamaciones presentadas en 1997. En total, se han recibido 609 escritos, lo que supone un incremento del 38% respecto al año anterior. El 72% de las reclamaciones se dirigen contra intermediarios financieros, en su mayor parte bancos y cajas de ahorro.

En muchas de las reclamaciones se evidencia un notable desconocimiento de las condiciones y características de los valores adquiridos, de los derechos de los inversores frente a los intermediarios y de los sistemas de funcionamiento de los mercados de valores.

El grupo más numeroso se refiere a incidencias surgidas en la ejecución de órdenes de compra o venta de valores. Un elevado número de reclamaciones pone de manifiesto insuficiencias en la información que las entidades han facilitado a sus clientes sobre las características y normas de funcionamiento de los mercados en los que se negocian los valores que pretendían adquirir. Otras evidencian órdenes mal cumplimentadas por falta de conocimiento, tanto del inversor como de las entidades, sobre los datos básicos que deben hacerse constar en los distintos formularios.

Un segundo gran bloque alude a incidencias tanto en la suscripción de valores de renta fija como en la suscripción y primera cotización de acciones ofrecidas en las OPV, generalmente por desconocimiento del folleto informativo. En algún caso, se ha puesto de manifiesto que la información facilitada a los clientes, en el momento de suscribir los valores, había sido incompleta o confusa y la CNMV ha adoptado medidas encaminadas a corregir el perjuicio.

El tercer grupo de reclamaciones por orden de importancia afecta a los fondos de inversión. En general, el problema surge del desconocimiento por el partícipe del valor liquidativo que le resulta aplicable o de las características del fondo de inversión.

Otro número importante de reclamaciones manifiestan discrepancias con las comisiones aplicadas en operaciones por desdoblamiento de nominal, por custodia y administración de depósitos, por cambios en la titularidad o por traspaso de valores. La CNMV ha informado a los reclamantes sobre sus criterios al respecto, y ha recordado que es obligatorio que los intermediarios tengan las comisiones a disposición de sus clientes y que les presenten las liquidaciones de las operaciones realizadas o cargos practicados con un desglose detallado y claro de las comisiones aplicadas en cada operación.

Los tiempos medios de resolución de las reclamaciones están por debajo de dos meses, siendo más reducidos en aquellos casos en los que la respuesta al escrito no necesita de más trámites que la transmisión de la información contenida en los registros oficiales de la CNMV, y más largos cuando el tema planteado precisa de contrastación con la entidad.

Las reclamaciones presentadas durante el pasado año han dado como resultado la aportación de información al reclamante en un 91% de los casos resueltos, como puede apreciarse en el cuadro 2.4. En este apartado se incluyen 38 reclamaciones en las que, por haberse evidenciado malas prácticas, se ha emitido un informe favorable al reclamante. Estas quejas han dado lugar a actuaciones posteriores de la CNMV: cartas, cartas circulares, modificación de procedimientos, actuación de la inspección, etc. Del resto, merece destacarse el avenimiento de las entidades reclamadas en 32 casos.

Cuadro 2.2

ENTIDADES CONTRA LAS QUE SE RECLAMA

Entidades contra las que se reclama	Nº de reclamaciones		%	
	1997	1996	1997	1996
Organismos Supervisores y Rectores del Mercado y Comisión Nacional	3	5	-	1
Entidades financieras	441	303	72	69
Sociedades emisoras de valores cotizadas y no cotizadas	163	131	27	30

Otros	2	1	-	-
Total	609	440	100	100

Cuadro 2.3

RELACION DE ENTIDADES FINANCIERAS CONTRA LAS QUE SE PRESENTARON RECLAMACIONES EN 1997

ENTIDADES	RECLAMACIONES
BANCOS Y CAJAS DE AHORROS	325
CAJA POSTAL, SA.	41
BANCO SANTANDER, SA.	36
BANCO BILBAO VIZCAYA, SA.	31
BANCO CENTRAL HISPANO, SA.	21
BANCO DIRECTO ARGENTARIA	16
CAJA MADRID	14
BANCO EXTERIOR DE ESPAÑA, SA	11
LA CAIXA	11
BANCO ESPAÑOL DE CREDITO, SA	11
CITIBANK ESPAÑA, SA	7
BCO. SANTANDER DE NEGOCIOS, SA	6
BANCO PASTOR, SA	6
DEUTSCHE BANK, SA	6
BANCO ATLANTICO, SA	5
CAIXAVIGO	5
IBERCAJA	5
BANCAJA	4
BANCO HERRERO, SA	4
BANCO HIPOTECARIO DE ESPAÑA, SA	4
BANCO POPULAR, SA	4
BANKINTER, SA	4
BNP ESPAÑA, SA	4
CORPORACION BANCARIA DE ESPAÑA, SA	4
BANCO DE COMERCIO, SA	3
BANCO DE ALICANTE, SA	3
CAJA DE AHORROS DE CATALUÑA	3
BANCO URQUIJO	3
BANCA CATALANA	2
BANCO DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA	2
CAJA DE AHORROS DE GALICIA	2
CAJA DE AHORROS DE LA INMACULADA	2
CAJA DE AHORROS DE SAN FERNANDO	2
OPEN BANK, SA	2
CREDIT LYONNAIS ESPAÑA, SA	2
UNICAJA	2
CAJA ESPAÑA DE INVERSIONES	2
RESTO	35
SOCIEDADES Y AGENCIAS DE VALORES	64
AB ASESORES, SVB, SA	8
BENITO Y MONJARDIN, SVB, SA	5
GESTIDINER, AV, SA	5
ADEPA AGENCIA DE VALORES, SA	4
GAESCO BOLSA, SVB, SA	3
GENERAL DE VALORES Y CAMBIOS, SVB, SA	3
IBERAGENTES ACTIVOS, AV	3
RENTA 4, SVB, SA	3
HERMES 90, AVB, SA	2
INVERBAN, SVB, SA	2
INVERBOLSA, AVB, SA	2
INVEST IBERICA, AV, SA	2
MAPFRE INVERSION, SV, SA	2
RESTO	35
SGIIC Y SGC	29
GESBANSANDER, SGIIC, SA	6
IBERAGENTES FONDOS, SGIIC, SA	3
BBV GESTINOVA, SGIIC, SA	2
GESINCA INVERSIONES, SGIIC, SA	2
RESTO	16
ENTIDADES NO REGISTRADAS	23
TRANSWORLD FINANCIAL SERVICE, SL	6
B.S.C. ASESORES	3
EXCOM GMBH ESSN/OST EUROPA, SL	2
RESTO	12

Cuadro 2.4

RESULTADOS DE LAS RECLAMACIONES PRESENTADAS EN 1997

Resultados	Entidades	Número
Avenimiento	.....	34
	A.B ASESORES SVB S.A.	2
	ACTIVOS EN RENTA A.V.,S.A.	1
	BANCO ATLANTICO	1
	BANCO BILBAO VIZCAYA S.A.	2
	BANCO CENTRAL HISPANO	2
	BANCO DEL COMERCIO S.A.	1
	BANCO ESPAÑOL DE CREDITO S.A.	1
	BANCO EXTERIOR DE ESPAÑA, S.A.	1
	BANCO GALLEGO	1
	BANCO HIPOTECARIO DE ESPAÑA S.A.	3
	BANCO SANTANDER	2
	CAIXAVIGO	1
	CAJA DE AHORROS DE CATALUÑA	1
	CAJA DE SALAMANCA Y SORIA	1
	CAJA POSTAL S.A.	7
	CREDIT LYONNAIS ESPAÑA S.A.	1
	HERMES 90 AVB,S.A.	2
	IBERAGENTES ACTIVOS S.A.,S.V	1
	IBERAGENTES FONDOS SGIIC,S.A.	2
	LA CAIXA	1
Información al reclamante	.....	479
de las cuales, con información favorable	.....	38
	AB ASESORES SVB,S.A	1
	BANCO BILBAO VIZCAYA S.A.	2
	BANCO CENTRAL HISPANOAMERICANO	1
	BANCO DIRECTO ARGENTARIA S.A.	11
	BANCO ESPAÑOL DE CREDITO S.A.	1
	BANCO EXTERIOR DE ESPAÑA S.A	2
	BANCO HIPOTECARIO DE ESPAÑA S.A.	1
	BANCO POPULAR ESPAÑOL S.A.	2
	BANCO SANTANDER	4
	BANKINTER	1
	CAJA DE ARQUITECTOS SDAD.COOP	1
	CAJA POSTAL S.A.	6
	CORPORACION BANCARIA DE ESPAÑA	3
	GESBANSANDER SGIIC,S.A.	2
Caducidad	.....	8
Fuera competencias CNMV	.....	4
Desistimiento	.....	1
Pendientes	.....	83
Total	.....	609

La Agencia Nacional de Codificación.

La Agencia, siguiendo los acuerdos de la Asociación de Agencias Nacionales de Codificación de Valores (ANNA), ha sido una de las primeras del mundo en introducir (en enero de 1997) en su base de datos un nuevo código de ámbito internacional CFI (Clasificación Financiera de los Instrumentos), código alfabético de 6 caracteres donde el

primero indica el nivel principal de la clasificación, denominado categoría - renta variable, renta fija, derechos, opciones, futuros, otros. El segundo indica grupos específicos de cada categoría ; por ejemplo, para renta variable : acciones ordinarias, preferentes, FIM, FIAMM , etc. Finalmente los cuatro últimos caracteres indican los atributos más importantes de cada grupo ; por ejemplo, para las acciones, derechos de voto, restricciones a su libre transmisibilidad, si están total o parcialmente desembolsadas o su representación.

Merece destacarse también como novedad importante en 1997, el inicio, en el mes de mayo, de la codificación de subyacentes y derivados negociados en mercados organizados, uniéndose así España al reducido número de países que ya disponen de esta codificación.

Durante el año 1997 han aumentado los movimientos de las bases de datos de la Agencia, debido a la mayor actividad de los emisores españoles, al gran número de emisiones de matadores y a la codificación de los productos derivados. Se han registrado un total de 5.406 movimientos (altas, bajas y modificaciones). El número de consultas atendidas por la Agencia sobre valores nacionales e internacionales ha ascendido a 9.001, lo que supone una media de 37 consultas diarias. A través del GIAM (red de comunicaciones que interconecta 27 agencias de todo el mundo) la Agencia ha distribuido a lo largo del año un total de 5.730 códigos ISIN a las agencias extranjeras que han mostrado su deseo de recibir los movimientos de los códigos españoles de forma sistemática.

El acceso al contenido de la base de datos de la Agencia, se puede realizar desde abril de 1997 a través de la página “web” de la CNMV en Internet. Además existe una página específica de noticias semanales de la Agencia, en la que se adelanta información sobre : nuevas admisiones a cotización, equiparaciones, cambios de nominal, amortizaciones anticipadas y las altas, bajas y modificaciones de códigos de su archivo de valores. Este nuevo sistema electrónico de difusión se suma al ya existente de acceso a bases de datos, basado en una BBS.

3. FOMENTO DEL MERCADO

El mercado español de valores ha experimentado durante los últimos años un notable desarrollo. Uno de sus sectores más dinámicos ha sido el de las instituciones de inversión colectiva (IIC), de las que cabe pronosticar, todavía, un amplio potencial de crecimiento. A este sector ha dedicado la División de Fomento gran parte de su actividad durante 1997, con la doble finalidad de simplificar los trámites para su constitución y ampliar sus posibilidades de inversión. Se trata, en definitiva, de crear un marco idóneo para la creación y operativa de estas entidades en el nuevo ámbito europeo de competencia, que retenga en nuestro país a los operadores nacionales y atraiga a los de otros países.

Medidas en el ámbito de las IIC

Simplificación de trámites

Durante el pasado año se han llevado a cabo las siguientes medidas :

- *Establecimiento de una “ventanilla” única para la autorización de proyectos de constitución o de modificaciones en el reglamento o los estatutos sociales de las ya existentes.* La eficacia de esta medida es ya constatable a pesar del escaso tiempo transcurrido desde su implantación : el plazo medio de resolución de un expediente - informe favorable de la CNMV y autorización por el Ministro de Economía y Hacienda - ha pasado de 48 días, en 1996, a sólo 12 en 1997.

La ventanilla única para la tramitación de nuevas instituciones de inversión colectiva

Con objeto de conseguir una agilización en los procedimientos de autorización de las instituciones de inversión colectiva, a finales de noviembre de 1996, se llegó a un acuerdo con la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (DGTPF) que habilitaba a la CNMV como único interlocutor de los promotores o gestores de sociedades y fondos de inversión a partir del primero de enero de 1997.

En virtud de dicho acuerdo, la documentación necesaria para obtener la preceptiva autorización del proyecto de constitución de nuevas IIC o de modificaciones de reglamentos de gestión o estatutos sociales de IIC ya existentes se presenta y tramita directamente ante la CNMV, la cual, una vez verificado que el proyecto reúne los requisitos exigidos en la normativa, remite a la DGTPF el preceptivo informe previo, junto con el proyecto presentado, para su autorización.

- *Acuerdo con las sociedades rectoras de las cuatro bolsas de valores para establecer un procedimiento que agilice la constitución y posterior admisión y permanencia en la negociación bursátil de las acciones de las sociedades de inversión mobiliaria (SIM).* Este nuevo procedimiento, junto con una interpretación de la normativa en el sentido de que no resulta necesario exigir que las sociedades de inversión mobiliaria de capital variable (SIMCAV) cumplan los requisitos de difusión para su admisión y permanencia en bolsa, ha favorecido la creación de un gran número de estas

sociedades en 1997 y frenado así la tendencia de los últimos años a constituir las en otros países europeos con menores exigencias formales.

- *Implantación de modelos normalizados de los reglamentos de gestión de los fondos de inversión, de los estatutos de las sociedades de inversión mobiliaria y de los folletos informativos que las IIC han de presentar al solicitar su inscripción.* Se proporciona, además, el diseño de esquemas orientativos del contenido de la memoria explicativa del proyecto de constitución. Todo ello se encuentra a disposición del público desde el 1 de enero de 1997.
- *Simplificación de la obligación de actualización anual de los folletos explicativos de las IIC para incorporar las cuentas anuales auditadas.* Se considera cumplida esta obligación con la simple remisión de las cuentas anuales y de una declaración en la que se haga constar que la actualización anual del folleto tiene por único objeto la incorporación de aquéllas.

Inversión en productos derivados y valores no cotizados

Dos disposiciones aprobadas en 1997, la Orden Ministerial de 10 de junio de 1997 y el Real Decreto 1094/97 de 4 de julio, amplían el ámbito operativo de las IIC, permitiendo la inversión en productos derivados no negociados en mercados organizados y en valores no cotizados, respectivamente. Posteriormente fueron desarrolladas por la CNMV mediante sendas circulares :

- *La Circular 3/1997*, de 29 de julio, regula el contenido de la información a socios o partícipes y desarrolla las obligaciones de control interno que se imponen a las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) y a las sociedades de inversión mobiliaria que desean operar en los mercados de derivados. En relación con la información, la norma incluye también a las IIC extranjeras comercializadas en nuestro país, con objeto de garantizar un nivel de transparencia equivalente entre los partícipes o accionistas de éstas y de las IIC domiciliadas en España.
- *La Circular, 4/1997*, de 26 de Noviembre, sobre criterios de valoración y condiciones de inversión de las IIC en valores no cotizados, regula los requisitos formales de carácter general para garantizar la transparencia en los datos suministrados a socios y partícipes, los límites a la operativa de las IIC en estas inversiones, el tratamiento contable y los métodos de valoración aplicables para calcular el valor liquidativo diario de la IIC. Se regulan, asimismo, algunos requisitos específicos de control interno y de normas de conducta.

Otras medidas

- *Fondos con garantía de rentabilidad otorgada por un tercero en favor del propio fondo.* Anticipando la posibilidad de que, al amparo de la OM de 10 de junio de 1997, se creasen fondos de estas características, la CNMV adoptó el criterio de tramitar la constitución de fondos de inversión que prevean expresamente en su reglamento de gestión y folleto informativo el establecimiento de un volumen máximo de participaciones por partícipe, a partir de un periodo de colocación en el que no exista tal restricción. Se facilita, así, que las sociedades gestoras de estos fondos conozcan

de antemano el probable tamaño del fondo y puedan, con arreglo al mismo, estructurar adecuadamente su cartera con arreglo al objetivo de rentabilidad y la política de inversión previstos.

- *Inversiones de las IIC españolas en IIC extranjeras.* La CNMV elaboró en febrero la Carta Circular 1/1997, de 26 de febrero, en la que se facilita una nueva interpretación de la normativa vigente. Así, los fondos de inversión nacionales pueden invertir en IIC extranjeras con sujeción a los requisitos y límites generales establecidos para el resto de valores mobiliarios. Igualmente desde el mes de febrero es posible que los fondos españoles denominen sus participaciones en divisas distintas de la peseta, y admitan suscripciones y reembolsos de participaciones en dicha divisa.
- *Comercialización en España de IIC no sujetas a la Directiva 85/611/CE.* La Carta Circular 8/1997, de 21 de junio, consideró la posibilidad de efectuar dos tipos de comercialización: la dirigida al público en general y la dirigida a inversores institucionales. En este último caso no es necesario registrar un folleto y el requisito de protección equivalente de los inversores se considera cumplido cuando la normativa del país de origen ofrezca una protección razonable, a juicio de la CNMV.
- *Nuevas oportunidades de inversión en mercados extranjeros.* Nasdaq, en Estados Unidos, y las bolsas de Sao Paulo y Río de Janeiro han sido reconocidos como mercados aptos para la inversión de las IIC españolas y se añaden a los ya calificados como tales.
- *Consultas.* Durante el año 97, la División de Fomento ha contestado por escrito a numerosas consultas, habiéndose dado difusión a las más relevantes en las páginas de la CNMV en Internet dedicadas a la legislación del mercado de valores.

Cuadro3.1

NÚMERO DE ENTIDADES REGISTRADAS

	Situación a 31/12/96	ALTAS	BAJAS	Situación a 15/12/97
FIM	788	473	3	1.258
FIAMM	181	21	1	201
SIM	217	2	2	217
SIMCAV	68	64		132
SGIIC	136	4	7	133
SGC	57	2	1	58
DEPOSITARIOS	159	8	3	164
OICVM	87	23	2	108
SV	45	2	2	45
AV	58	4	2	60
Representantes	4.980	963	461	5.482

Medidas en el ámbito de las entidades de crédito y de valores

La prioridad otorgada a las IIC no ha impedido el desarrollo de actividades de fomento en el ámbito de otros intermediarios financieros. Estas se han centrado, preferentemente, en las normas de conducta, con la finalidad de asegurar su cumplimiento efectivo y realzar la calidad de nuestro mercado. Un ejemplo es la

publicación de la Carta Circular 10/97 sobre establecimiento de las denominadas “murallas chinas” o barreras a la difusión y uso indebido de información privilegiada en las diversas áreas de negocio de una entidad, que se comenta en otros apartados de este Informe - véase recuadro en el capítulo 6 relativo a la protección del inversor.

Uso del pasaporte comunitario para empresas de servicios de inversión

La entrada en vigor de la Directiva 93/22/CEE relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables (DSI), posibilita que las empresas de inversión autorizadas en otros miembros de la Unión Europea puedan prestar servicios de inversión en España en régimen de libre prestación, sin establecimiento de sucursal.

La autorización concedida en cualquiera de los estados miembros de la UE otorga a la empresa de servicios de inversión el derecho a prestar libremente servicios en cualquier otro país de la UE, únicamente con el requisito previo de que lo comunique al supervisor en el país de origen para que dé traslado al país de acogida.

Haciendo uso de esta posibilidad, diversas entidades de otros países comunitarios, cuyo número y procedencia se detallan en el cuadro siguiente, han comunicado a la CNMV su intención de actuar en España en régimen de libre prestación de servicios.

PAIS	Nº de entidades
Dinamarca	5
Francia	2
Reino Unido	270
Irlanda	10
Italia	1
Holanda	1
Noruega	1
Suecia	3
TOTAL	293

Con anterioridad al 1 de enero de 1996 se recibieron 347 solicitudes. De ellas, 305, procedentes casi todas del Reino Unido, pretendían la aplicación directa del artículo 30.3 de la DSI (Grandfathering clause), es decir, la continuación de la prestación de servicios en España a partir de enero de 1996 por aquellas entidades que ya lo venían haciendo con anterioridad a esa fecha. Estas solicitudes fueron rechazadas por no ajustarse en el supuesto alegado.

4. LA PREPARACION AL EURO

Un reto de gran magnitud

La evolución de la economía española hace prever que nuestro país formará parte de la Unión Monetaria Europea desde el primero de enero de 1999. Si esta previsión se confirma, el euro se convertirá en la nueva moneda oficial y la peseta mantendrá una equivalencia fija e irrevocable con ella hasta su desaparición como moneda de curso legal a mediados del año 2002.

Esta nueva etapa supondrá la apertura de importantes desafíos para nuestro país. En el orden “macro”, nuestra economía deberá continuar creciendo para converger también en riqueza, empleo y calidad de vida con los países más desarrollados de la Unión. Desde una perspectiva “micro”, las empresas y, en general, todos los agentes económicos se verán abocados a operar en un contexto de mayor competencia.

Los retos serán particularmente notables en los mercados de valores. Los inversores y los emisores españoles tendrán mayores oportunidades de inversión y financiación, respectivamente, pero deberán acostumbrarse a operar en un entorno más complejo que el actual para aprovecharlas. Por lo que se refiere a los intermediarios financieros, su principal desafío consistirá en satisfacer, en abierta competencia con los intermediarios europeos, las nuevas demandas de los usuarios de servicios financieros que, sin duda, se generarán en el nuevo marco.

Con independencia de que los agentes del mercado de valores revisen sus estrategias para adaptarse a la nueva situación, una tarea inexcusable que afecta a todos es la de preparar la transición operativa a la nueva unidad monetaria. La acogida que ésta tenga entre el público dependerá, en buena parte, de la eficacia de las instituciones financieras en el proceso de transición. Se tratará, en definitiva, de que el cambio se produzca sin interrupciones innecesarias en el funcionamiento normal de las instituciones y los mercados, sin que se produzcan perjuicios de ningún tipo para los inversores.

La transición en el mercado de valores

La CNMV, consciente de la importancia de que el cambio se realice adecuadamente, invitó a las entidades del sector a analizar las implicaciones del proceso transitorio y anticipar las reformas necesarias en su organización interna y procedimientos. Así, desde finales de 1996, y bajo la coordinación de la CNMV se han constituido diversas mesas de trabajo en las que participan los rectores de los mercados organizados, las empresas de servicios de inversión y las instituciones de inversión colectiva. Sus primeros resultados fueron ya publicados en julio de 1997, en un volumen titulado “*Los efectos del euro en los mercados de valores y en las instituciones que en ellos operan*”.

El citado documento analiza los efectos de la adopción del euro sobre las instituciones del mercado de valores en áreas como la operativa, la contabilidad, las relaciones con la clientela o la comunicación de información al público y a los supervisores. También contiene ya algunas decisiones, como la de los mercados organizados y la del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV) de adoptar el enfoque “big-bang” y realizar todas sus operaciones en euros, exclusivamente, desde el primer día hábil de 1999. El SCLV habrá convertido, además, en euros las posiciones pendientes de liquidar a esa fecha.

Las empresas de servicios de inversión y las instituciones de inversión colectiva han manifestado, asimismo, su preferencia por operar y llevar su contabilidad en euros desde el primer día. La CNMV facilitará un temprano uso del euro por estas instituciones admitiendo información en esa moneda, a efectos de supervisión, desde el comienzo de 1999. No obstante, en las mesas de trabajo se ha señalado la conveniencia de que los intermediarios sigan facilitando información en pesetas a sus clientes.

Está previsto que las mesas sigan desarrollando sus conclusiones hasta mediados de 1998. Durante el segundo semestre del pasado año, su esfuerzo se dirigió a concretar los procedimientos operativos a revisar y se creó un nuevo grupo de trabajo para estudiar los problemas que pueden desprenderse de la redenominación de los valores. Las conclusiones de este período han sido publicadas en dos nuevos documentos titulados “Manual Operativo para la implantación del euro en las sociedades y agencias de valores. Manual operativo informático del euro” e “Introducción al euro en los mercados de valores españoles”. La última parte de 1998 debería dedicarse a realizar pruebas de funcionamiento y coordinación entre las diversas entidades y los mercados.

Cuadro 4.1

LA INTRODUCCION DEL EURO EN LOS MERCADOS DE VALORES

Etapas	UME	Mercado de valores
Preparación (1998)	<ul style="list-style-type: none"> • Selección países miembros • Creación del Banco Central Europeo <ul style="list-style-type: none"> – Estrategia y marco operativo de la política monetaria – Organización operativa y desarrollo del sistema TARGET • Preparación de la comunidad financiera 	<ul style="list-style-type: none"> • Continuidad de las mesas de trabajo (1ª mitad de 1998) • Pruebas de funcionamiento y coordinación sobre medidas adoptadas
Período transitorio Establecimiento UME (1/1/1999)	<ul style="list-style-type: none"> • Tipo de cambio fijo e irrevocable de la peseta frente al euro • Inicio actividad operativa del sistema de Bancos Centrales Europeos y política monetaria del euro • Emisión de deuda pública negociable en euros • Redenominación voluntaria de los valores privados 	<ul style="list-style-type: none"> • “Big-bang” de los mercados españoles (medidas ya decididas): <ul style="list-style-type: none"> – Negociación en euros – Liquidación en euros – Nuevas emisiones de deuda pública en euros – Redenominación de la deuda pública en vigor • CNMV: Los intermediarios podrán remitir información en euros desde el primer momento
Finales del 2001	<ul style="list-style-type: none"> • Emisión de billetes y monedas denominados en euro 	
Período de canje (1/1/2002)	<ul style="list-style-type: none"> • Retirada de los billetes y monedas nacionales • Redenominación obligatoria de los valores privados. 	
Culminación (1/7/2002)	<ul style="list-style-type: none"> • Derogación del curso legal de los billetes y monedas nacionales 	

5. SUPERVISIÓN PRUDENCIAL

El seguimiento prudencial de las entidades de valores - sociedades y agencias de valores -, sociedades gestoras e instituciones de inversión colectiva es una de las actividades de mayor trascendencia para el inversor que realiza la CNMV. Su finalidad es velar por el cumplimiento de los coeficientes legales y otros requisitos impuestos por la normativa y, dentro de lo posible, anticipar y propiciar la corrección de situaciones que pudieran desembocar en perjuicios para los inversores o afectar negativamente a la confianza del público en los intermediarios del sector.

La CNMV combina en esta tarea dos herramientas de probada eficacia: la denominada supervisión “a distancia” y las inspecciones. La primera consiste, principalmente, en el análisis de la información económico-financiera que proporcionan de forma regular las propias entidades supervisadas y, en su caso, sus auditores, de acuerdo con la normativa en vigor. La CNMV ha desarrollado en este campo un potente sistema de tratamiento de datos y una metodología de análisis que le permiten mantener un estrecho seguimiento de la situación financiera de las entidades y detectar, con premura suficiente en la mayor parte de los casos, posibles situaciones de riesgo.

De una manera rutinaria, la CNMV complementa el seguimiento a distancia con las inspecciones. Así, durante el pasado año, la División de Supervisión efectuó un total de 58 inspecciones a las entidades de valores (EDV) y gestoras según el siguiente detalle : nueve sociedades de valores, once agencias de valores, veinticuatro gestoras de instituciones y catorce gestoras de carteras. Las realizadas a entidades que disfrutaban de la condición de gestoras de deuda se efectuaron en coordinación con los servicios de inspección del Banco de España.

En 1997 se produjo un cambio de enfoque importante en la supervisión de los grupos consolidables. Tanto en la supervisión a distancia como en las inspecciones, se pasó a analizar la cartera de todo el grupo y se prestó una especial atención a los movimientos intragrupo. El objetivo no es otro que el de prevenir posibles incumplimientos de la normativa mediante transferencias de riesgo entre empresas del grupo.

Asimismo, la CNMV acentuó durante el pasado año la vigilancia del cumplimiento de las obligaciones que la ley impone a los intermediarios financieros en materia de prevención de actividades relacionadas con el blanqueo de capitales.

Para 1998, las actividades de supervisión se desarrollarán de conformidad con los planes establecidos. El objetivo principal volverá a consistir en anticiparse a posibles situaciones de crisis de las entidades que puedan perjudicar a la clientela o a otras entidades.

La solvencia de las entidades de valores y de las gestoras

Las entidades de valores han presentado siempre recursos propios muy por encima de los legalmente exigibles. Lo mismo ha ocurrido con las sociedades gestoras desde que la CNMV tiene encomendada su supervisión. Aunque se han dado algunos incumplimientos, estos han sido escasos y no especialmente relevantes.

Durante 1997, la evolución general de los mercados ha permitido reforzar aún más la situación patrimonial del conjunto de las entidades de valores. Así, durante 1997 el incremento de la contratación bursátil ha incidido positivamente sobre los ingresos por servicios percibidos por estas entidades, lo que unido al mantenimiento de sus gastos de estructura y al crecimiento de los resultados de la actividad por cuenta propia, ha

permitido que sus beneficios antes de impuestos se dupliquen respecto a los de 1996. La rentabilidad anualizada antes de impuestos sobre los fondos propios del conjunto de estas entidades fue del 58% en 1997, frente a un 30% el año anterior.

Otros indicadores que han evolucionado favorablemente a lo largo de 1997 son el coeficiente de solvencia - que ha crecido como consecuencia, entre otras razones, de la computabilidad de los resultados obtenidos en el ejercicio 1996 - y los recursos propios computables que, al cierre del ejercicio 1997, superaban los 116.000 millones de pesetas, un 14% superior al año anterior, cuando el número de entidades inscritas había crecido aproximadamente un 2%. En este punto hay que destacar el importante peso de las sociedades de valores y bolsa, cuyos recursos propios computables suponen el 65% del total.

El crecimiento de los recursos propios ha permitido que el superávit sobre los requerimientos mínimos supere los 81.000 millones de pesetas, un 18% más que en 1996. Al igual que en ese año, el 80% de las entidades calcularon sus requerimientos de recursos propios como un porcentaje del capital social mínimo legalmente establecido, en lugar de un porcentaje de sus posiciones de riesgo. Ello indica que, en general, las entidades de valores mantuvieron una prudente política de inversión de sus recursos. A 31 de diciembre de 1997, ninguna entidad de valores presentaba déficit de recursos propios y la cuarta parte de ellas tenían un superávit superior a 700 millones de pesetas.

Obligaciones de información y control interno

La mayor flexibilidad normativa en cuanto a operativa con productos financieros derivados y el aumento en las posibilidades de gestión que se ofrecen a las SGIIC implican también un incremento en los riesgos potenciales que asumen las IIC y, en última instancia, quienes en ellas depositan sus inversiones. Con el objetivo de mantener el nivel de protección de los partícipes, se ha establecido la obligación de que las entidades cuenten con unos niveles de control interno elevados, así como la obligación de que proporcionen una información puntual a sus inversores, tanto en los folletos como en los informes trimestrales.

Entre los contenidos mínimos de los folletos cabe destacar la necesidad de incluir la finalidad con que la IIC utilizará los productos derivados, qué tipo de operaciones realizará y qué límites máximos de riesgo asumirá. Como elemento a resaltar puede citarse la inclusión de una serie de advertencias obligatorias, en función de cuál sea la operativa prevista, que tratan de transmitir a los posibles inversores los riesgos potenciales que el fondo podría asumir.

Para los informes trimestrales, se han establecido unos contenidos mínimos orientados a que los inversores conozcan los resultados obtenidos, las posiciones abiertas, el riesgo de contraparte y el de mercado, las operaciones bilaterales que se hayan pactado con entidades del grupo y una descripción general sobre la política seguida durante el período.

Como puntos claves de las obligaciones de control interno exigibles a las entidades que realicen operativa con productos derivados, cabe destacar :

- a) Implicación del consejo de administración en el establecimiento de la política general de riesgos a asumir y en la asignación de los medios de control necesarios.
- b) Existencia de una adecuada segregación de funciones, que disminuya los riesgos potenciales, siendo necesario que las entidades tengan una unidad de control que se responsabilice permanentemente de la revisión de los procedimientos y sistemas de control interno.
- c) Evaluación diaria del riesgo, para permitir un trato equitativo entre los inversores que operen diariamente.

Las entidades que operen en productos derivados deben presentar una memoria a la CNMV en la que describan los sistemas de control interno que hayan establecido, y anualmente, un informe sobre su grado de cumplimiento aprobado por su consejo de administración. Tanto el nivel de los

controles a establecer, como los medios destinados al control interno han de adecuarse al nivel de riesgos que las entidades pretendan asumir.

Las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) también presentan una estructura patrimonial bastante adecuada. Su solvencia queda de manifiesto en el hecho de que la cifra sobre recursos propios computables superaba en un 30% los recursos exigibles del sector - 116.000 millones de pesetas. Tan sólo una gestora - Gesconsor - de las 134 existentes en el sector incumplió en 1997 la normativa sobre recursos propios, por estar en un periodo de cese de sus actividades.

Los recursos propios computables de las sociedades gestoras de cartera ascendieron aproximadamente a 7.000 millones de pesetas, lo que representa un exceso de más de 4.000 millones sobre los recursos exigibles del sector.

Inversión de los fondos en derivados

La Orden Ministerial de 10 de junio de 1997, sobre utilización de productos derivados por las IIC, ha supuesto la desaparición de una de las limitaciones competitivas más importantes que tenía la industria española de fondos de inversión. La normativa derogada impedía la realización de operaciones “*a la medida*”, lo que suponía un claro obstáculo al desarrollo de fondos garantizados y limitaba la inversión en activos denominados en divisas, pues no existían instrumentos adecuados para la cobertura del riesgo de tipo de cambio.

El enfoque desarrollado ha sido el de facilitar al máximo las posibilidades operativas de las IIC, teniendo en cuenta la dificultad de evaluar los riesgos asociados a los productos derivados. La norma considera también la especial naturaleza de los fondos, cuyos propietarios no son quienes deciden su destino, ni tienen capacidad alguna sobre las decisiones del gestor, por lo que el derecho a una adecuada información adquiere una relevancia esencial.

Las posibilidades que ofrece la reciente regulación son muy amplias y equiparan los instrumentos disponibles por sus gestores a la situación en los países más avanzados de nuestro entorno. La norma contempla expresamente todos los instrumentos con subyacente financiero existentes en el mercado e, incluso, prevé la posibilidad de ampliar la gama a medida que vayan apareciendo otros. Se permite su utilización con todas las finalidades posibles.

Sin embargo, la normativa incluye especiales cautelas para la realización de operaciones fuera de los mercados organizados de derivados : deben realizarse con contrapartes de suficiente nivel de solvencia, la liquidez debe quedar garantizada diariamente, se sujetan a límites de diversificación de riesgos y, finalmente, se limita su finalidad - excepto en determinados supuestos - a la cobertura de riesgos o consecución de un objetivo concreto de rentabilidad.

Uno de los ámbitos en los que se abren mayores posibilidades a los gestores es el de los fondos con garantía interna. Pueden superar los límites generales previstos y no les resultan aplicables las normas de diversificación del riesgo de crédito, siempre y cuando el garante cumpla ciertos requisitos y la garantía suponga al menos la recuperación del 75% - en valor actual - de la inversión inicial.

Se encuentra pendiente de desarrollo la definición exacta de los compromisos en operaciones con productos derivados y las condiciones en las que podrán compensarse las distintas posiciones a efectos de verificar el cumplimiento de los límites establecidos. La CNMV trabaja actualmente en un proyecto de Circular que regule tales aspectos.

Inversión de los fondos en valores no cotizados

La búsqueda de fuentes de financiación alternativas para las pequeñas y medianas empresas es uno de los objetivos fundamentales perseguidos por la flexibilización de la normativa al permitir la inversión en activos no cotizados por parte de las IIC. En el mismo ámbito podrían citarse otros proyectos legislativos en curso, tales como la regulación de los fondos de titulización de activos, o la admisión a cotización en Bolsa, por vez primera, de sociedades de capital riesgo.

Sin embargo, la adquisición de valores no cotizados no se adecua a algunas de las características típicas de los fondos de inversión - necesidad de garantizar diariamente la entrada y salida de los inversores interesados. La iliquidez típica de los activos no cotizados podría llegar a plantear problemas operativos a las IIC si necesitasen liquidar en corto plazo estas inversiones para atender las peticiones de reembolsos de sus partícipes. Por otro lado, la dificultad de valorar estos activos supone una potencial fuente de conflictos de interés entre los ahorradores. Cualquier desviación de la correcta valoración - tanto si se trata de infravaloraciones como de sobrevaloraciones - supondría un perjuicio para algunos inversores y un beneficio para otros, en definitiva, la ausencia de equidad entre ellos.

La norma ha tratado de dar una respuesta adecuada a los problemas citados. Así, establece unas obligaciones de diversificación más estrictas que las vigentes para el resto de la cartera, para minimizar el riesgo de crédito y de iliquidez de estos activos. Las normas de valoración, especialmente las relativas a activos de renta variable, tratan de establecer criterios objetivos y prudentes que reflejen el valor de realización en cada momento. Por último, se incluyen una serie de normas de conducta específicas, que tratan de evitar al máximo la instrumentalización de estas inversiones para fines diferentes al de la búsqueda del máximo provecho de los partícipes.

Dada la situación actual en la que la inversión en activos de emisores privados cotizados - tanto de renta fija como variable - por parte de las IIC tiene aún un trecho considerable para su crecimiento - a pesar del notable aumento que se ha producido en el último ejercicio, especialmente en el caso de la renta variable - y teniendo en cuenta los problemas operativos que representa la adquisición de activos no cotizados por parte de las IIC abiertas, no parece probable que llegue a producirse a corto plazo una inversión masiva en ellos. A 31 de diciembre, ninguna institución había hecho uso todavía de tal posibilidad.

6. PROTECCIÓN AL INVERSOR

Todas las actuaciones de la supervisión tienen como finalidad la protección de los inversores, entendida ésta de un modo amplio. En este capítulo se han seleccionado dos ámbitos en los que la actividad de la CNMV cobra un especial relieve por su trascendencia directa para los inversores: las relaciones con los intermediarios, las ofertas públicas de adquisición de valores (OPA) y las ofertas públicas de venta (OPV).

Los intermediarios constituyen la parte nuclear de los mercados de valores. Su adhesión a las buenas prácticas del mercado es esencial y la CNMV supervisa su cumplimiento, en particular respecto a los pequeños inversores, que no siempre conocen los procedimientos y normas relevantes.

Las OPA pueden dar lugar a cambios importantes en el control de las sociedades y en su situación futura. Estos procedimientos afectan, de una manera particular, a los pequeños accionistas, generalmente ajenos al efectivo control de las firmas. La normativa confiere, en este ámbito, amplias facultades de intervención a la CNMV, que redundan en la protección de este colectivo.

En lo que se refiere a las OPV, su enorme aceptación entre los pequeños inversores durante el pasado año ha obligado a recomendar determinadas cautelas en el diseño de las operaciones y a desarrollar, al mismo tiempo, nuevas formas de difusión de la información relevante para el público.

Las relaciones de los intermediarios con su clientela

Entidades de valores (EDV)

En su momento, la publicación del Real Decreto 629/1993, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, supuso para las sociedades y agencias de valores el inicio de una nueva etapa, en la que debían adaptarse a un marco de mayor transparencia y calidad del servicio en sus relaciones con la clientela. Entre las novedades que se vieron obligadas a incorporar a sus sistemas destacan la creación y seguimiento de normas internas de conducta, la puesta en funcionamiento de procedimientos relacionados con la recepción, transmisión y conservación de órdenes, la creación de registros informáticos sobre las operaciones y una ordenación más completa de las relaciones con los clientes.

Para cumplir con aquella norma, las entidades de valores tuvieron que desarrollar, entre otras medidas, nuevas aplicaciones informáticas, tanto para la creación de los registros sobre operaciones como para elaborar la información a remitir a clientes, y adaptar los contratos que regulan la prestación de servicios. El resultado de este esfuerzo ha sido bastante satisfactorio y, hoy en día, las entidades disponen de un razonable sistema de información interno y externo de las operaciones y de un elevado grado de cobertura contractual de las relaciones con sus clientes.

No obstante, aún es preciso seguir avanzando en determinados aspectos para lograr una plena adaptación de las entidades a las obligaciones que se derivan de las normas de actuación en los mercados de valores. A juicio de la CNMV, es preciso que las entidades:

- Incrementen la calidad de la información que se incorpora en los registros informáticos de las operaciones.
- Finalicen el proceso de cobertura contractual de las relaciones con clientes.

- Aumenten la transparencia de la información que proporcionan a sus clientes sobre comisiones.
- Potencien el control sobre la actuación de los representantes, extremando el cumplimiento de las normas de conducta y de protección con los clientes captados por éstos.
- Vigilen que los instrumentos contractuales utilizados con los clientes responden a la verdadera naturaleza del servicio que las entidades les prestan.

“Murallas chinas” y conflictos de interés

Los bancos y las entidades de valores suelen prestar servicios en diversas áreas de negocio relacionadas con el mercado de valores : tramitación y ejecución de órdenes por cuenta de sus clientes, depósito y administración de valores, gestión de carteras, operaciones corporativas, diseño, colocación y aseguramiento de emisiones, etc. Además, muchas entidades realizan operaciones por cuenta propia e, incluso, algunas de ellas - los bancos y las cajas de ahorro - desarrollan estrategias de inversión a largo plazo, manteniendo posiciones en diversos sectores de la actividad económica.

En el ejercicio de estas actividades, los profesionales que en ellas intervienen acceden a informaciones de un elevado valor económico que, por su origen, no deben ser utilizadas en provecho propio, ni de la entidad para la que trabajan, ni de sus clientes. Para garantizar la integridad del mercado y proteger a los inversores es imprescindible el establecimiento de barreras efectivas - “murallas chinas” - que limiten el flujo de información entre las diversas áreas de actividad de una firma.

En julio del pasado año, la CNMV publicó la Carta Circular 10/1997 (disponible en web) sobre criterios para el establecimiento de barreras de información en las entidades que actúan en los mercados de valores. Dirigida a los presidentes de las entidades de crédito, entidades de valores, sociedades gestoras de cartera y sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, su finalidad era recordarles el necesario cumplimiento de esta obligación y facilitar algunos criterios útiles para ello. En síntesis, la citada Carta Circular propone :

- a) Definir como áreas de negocio separadas las siguientes: banca de inversiones, gestión de carteras de terceros (incluyendo IIC), intermediación por cuenta de clientes, cartera de negociación por cuenta propia y participaciones estables en empresas cotizadas.
- b) Establecer barreras a los flujos de información “reservada” o “privilegiada” entre las diferentes áreas de actividad. Con ello se consigue el ejercicio autónomo de las actividades realizadas por la entidad, evitando potenciales conflictos de interés.
- c) Establecer sistemas de control del cumplimiento de los contenidos recogidos en los propios reglamentos internos de conducta, algo totalmente lógico y que persigue el objetivo de evitar que se transformen en una mera declaración de intenciones.

Instituciones de inversión colectiva (IIC)

En general, la actuación de las IIC se ciñe bastante a la normativa que las regula, de modo que los incumplimientos relevantes son muy escasos. En particular, se ha observado el incumplimiento de alguna de las funciones por parte del depositario o la ausencia de adecuadas barreras internas en la información - “murallas chinas” -, junto a pequeños errores en la valoración de las carteras, periodificaciones incorrectas, etc. En ningún caso los problemas originados han sido de gran magnitud y las entidades afectadas han puesto siempre todos los medios necesarios para solucionarlos.

En relación con los conflictos de interés y las denominadas “murallas chinas”, la CNMV publicó la Carta Circular 10/1997, de 21 de junio, sobre criterios para el establecimiento de barreras de información en las entidades que actúan en los mercados de valores, y en la que propone la inclusión de determinadas medidas en los reglamentos internos de conducta.

Ofertas públicas de adquisición de valores (OPA)

En 1997 se tramitaron catorce OPA, cuyo importe potencial ascendía a 108.000 millones de pesetas y que se materializaron en transacciones por valor de 91.000 millones de pesetas. La mitad de las ofertas se formularon con la intención de promover un cambio de control en la empresa afectada, dirigiéndose a una participación superior al 50% del capital. De las restantes, dos se realizaron para consolidar una participación accionarial entre el 25% y el 50%, una se formuló con el fin de aumentar el control en la empresa para proceder a su exclusión de cotización y otras cuatro perseguían la adquisición por parte de la sociedad de sus propias acciones, para obtener su exclusión de cotización - tres - o para reducir el capital mediante amortización de las acciones adquiridas - una -.

Cuadro 6.1

OFERTAS PUBLICAS DE ADQUISICION DE VALORES (OPA)

Importes en millones de pesetas

	1993	1994	1995	1996	1997
Tramitadas en el ejercicio ⁽¹⁾					
Número	29	17	22	20	14
Importe potencial ⁽²⁾	137.292	136.676	285.442	292.457	107.829
Realizadas ⁽³⁾					
Número	29	17	22	19	13
Importe	97.232	71.068	212.231	268.604	91.183

(1) Presentadas y autorizadas en el ejercicio.

(2) No incluye el importe potencial de las operaciones en que hubo desistimiento.

(3) Todas la tramitadas en el ejercicio, aunque finalicen en el siguiente, sin incluir las de resultado negativo o desistimiento.

En la tramitación de las OPA, la CNMV dirigió su atención hacia dos aspectos esenciales para los pequeños accionistas :

- *El análisis de la contraprestación ofrecida*, en las operaciones cuyo precio es objeto de autorización expresa por la CNMV (cuatro OPA en el ejercicio 1997). En estos supuestos, la norma señala los criterios que como mínimo deben tenerse en cuenta en la fijación del precio - valor teórico contable, valor liquidativo, cotización media del valor en el último semestre y, en su caso, precio. Además, se requiere un informe realizado por experto independiente, en el que se valore la compañía como empresa en funcionamiento, mediante la utilización de métodos generalmente aceptados - actualización de flujos de caja, análisis de compañías comparables u otros propios del sector específico en el que la sociedad desarrolla su actividad -.
- *El cumplimiento del principio de igualdad de trato de los accionistas*. La CNMV extrema su atención en OPA que se desencadenan a consecuencia de acuerdos para la transmisión de paquetes significativos - cuatro OPA en 1997 - o por sobrepasar, determinados accionistas, el umbral de participación legalmente establecido - tres operaciones durante el pasado año. En el primer caso se verifica que tales acuerdos no suponen un trato discriminatorio para el resto de los accionistas, es decir, que la contraprestación recibida por los socios que suscriben el acuerdo con el oferente es equivalente a la que se ofrece en la OPA. En el segundo, y especialmente cuando se

trata de OPA parciales, se exige al oferente que clarifique tanto el momento exacto en que nació su intención de alcanzar el porcentaje de participación anunciado como el carácter de su inversión. La atención se dirige a la existencia de posibles compras previas a determinados accionistas que, de esa forma, no se verían limitados por un posible prorrateo en la OPA parcial.

A continuación se comentan las principales características de algunas ofertas formuladas durante el pasado año:

- *Por su importancia económica*, las operaciones de mayor cuantía fueron la realizada por Glencore Investments B.V. sobre Asturiana de Zinc, S.A. en la que se contrataron cerca de 27.000 millones de pesetas efectivas y la de Asland, S.A. sobre Cementos Molins, S.A. que alcanzó 20.000 millones de pesetas aproximadamente.
- *Formuladas por grupos extranjeros*, un total de cinco operaciones, con una propuesta de adquisición de valores por un importe total de 82.000 millones de pesetas, aproximadamente, y una contratación efectiva por un importe de 74.000 millones de pesetas.
- *Por tratarse de OPA competidoras entre sí*, las que afectaron a Bankoa: la primera de Caja Rural Vasca, que ya poseía una pequeña participación en la sociedad afectada, y la segunda de una entidad del grupo francés Crédit Agricole, que mejoraba sensiblemente el precio y alcanzó un resultado positivo. El primer oferente desistió de su oferta.
- *Por sus consecuencias en el ámbito bursátil*, la que han conllevado directa o indirectamente la exclusión de negociación en bolsa de las sociedades afectadas. A consecuencia directa de ellas dos sociedades se encontraban ya excluidas de negociación al finalizar el año - Banco Exterior de España y BNP España - y próximamente lo estará una tercera - BP Oil España -. Otra empresa - Santana Motor y Sociedad Española de Alimentos - fueron objeto de OPA y, posteriormente, excluidas de cotización. Debe señalarse que, al menos cuatro de las sociedades sobre las que se formuló una OPA en 1997 deberán regularizar su situación bursátil en los próximos meses, bien para cumplir con las normas de difusión del valor y permanecer en bolsa, bien para proceder a su exclusión.

Cuadro 6.2
OFERTAS PUBLICAS DE ADQUISICIÓN DE VALORES EN 1997

Compañía	Autor de la oferta	% capital social sobre los que se dirige	Resultado en % sobre títulos a los que se dirige la OPA
Promociones Eurobuilding	NH Hoteles	100,00% (mínimo=50%)	90,25%
Banco Exterior de España	Banco Exterior de España	0,76%	49,98%
Mobinversora, S.I.M.	Mobinversora, S.I.M.	20,00% (máximo)	99,91%
SEDA	Financière de Café, S.L.	45,98%	98,41%
Santana Motor	Sociedad para la Promoción y Reconversión Económica de Andalucía	16,26%	68,35%
Bodegas Bilbaínas.	Ducde	100,00% (mínimo= 51%)	79,32%
Bankoa	Caja Rural Vasca	87,48%	OPA desistida
Asturiana de Zinc	Glencore Investments B.V.	20,00% (máximo)	98,10%
Vidriera Leonesa	Vista desarrollo y Royal Bank Investment Ltd.	100,00% (mínimo= 50%)	52,32%
Bankoa "Competidora"	Caisse Régionale de Crédit Agricole Mutuel Pyrénées Gascogne	100,00%	95,57%
BNP España	BNP España	2,60%	63,99%

Comercial de Laminados	Klöckner Ibérica, S.L.	100,00%	100,00%
Cementos Molins	Asland	49,99% (máximo) 39,14% (mínimo)	78,72%
BP Oil España	BP Oil España	6,63%	82,01%

Ofertas públicas de venta de valores (OPV)

En relación a otros años, 1997 ha sido especialmente activo en cuanto a OPV y salidas a bolsa. Las colocaciones superaron los dos billones de pesetas, frente a menos de 400.000 millones en 1996 (cuadro 6.3).

Diversos factores han favorecido de forma significativa la actividad en este segmento tan importante para el mercado de valores :

- La continuidad en la política de privatizaciones por parte del Gobierno, que se ha materializado en diversas OPV. Ese es el caso, durante 1997, de las privatizaciones definitivas de Repsol y Telefónica, la puesta en el mercado de un 25% del capital de Endesa (perdiendo el Estado la mayoría accionarial en esta sociedad) y las privatizaciones totales, con salida a bolsa, de Aldeasa y Aceralia.
- El descenso de los tipos de interés, con el consiguiente efecto positivo sobre el mercado bursátil, que ha tenido una revalorización, en el caso del Ibex, superior al 30%. Ello ha propiciado un entorno favorable para la realización de distintas OPV de empresas privadas previas a su salida a bolsa, tales como Adolfo Domínguez, Barón de Ley, C.V.N.E., Bodegas Riojanas e Iberpapel.
- El nuevo tratamiento fiscal de las plusvalías en enajenación de valores mobiliarios.
- Un enfoque más flexible de los requisitos de admisión en bolsa. En este sentido, la CNMV ya utilizó el pasado año la potestad que le confirió una Orden Ministerial, promulgada el 19 de junio de 1997 : esta le permite eximir a las sociedades que pretendan cotizar en bolsa del requisito de obtención de beneficios cuando, con independencia del plazo que haya transcurrido desde su constitución, prevea la obtención de beneficios en el futuro, o se hayan constituido a raíz de operaciones de fusión, escisión o aportación de rama de actividad, o se trate de emisores en proceso de reordenación o reestructuración económica o de privatización por una entidad pública. Gracias a esta mayor flexibilidad, pudieron acceder al mercado continuo sociedades como Dinamia - primera sociedad de capital riesgo admitida a cotización en nuestro país - Iberpapel o Aceralia.

Nuevos esquemas de información al público en las OPV

En 1997 se consolidó el denominado capítulo cero del folleto informativo de las OPV. Este consiste en una introducción al folleto informativo que resume las características básicas de la colocación, las circunstancias que afectan a la sociedad, el proceso de determinación del precio en la oferta, un detalle de los riesgos de la empresa y diversas consideraciones que debería tener en cuenta un inversor a la hora de decidir.

Paralelamente, y asociado al desarrollo del capítulo cero, se ha introducido como novedad la figura del denominado "síptico legal". Se trata de un documento de una sola lámina plegada, donde se condensa la información más relevante del folleto informativo, incluidos un extracto de los riesgos y de las circunstancias más significativas para la toma de decisiones expuestas en el capítulo cero. Con este documento se pretende facilitar la comprensión de la operación y de las características de la sociedad, mediante un resumen más asequible, por su brevedad y estilo de redacción, que el documento íntegro del folleto informativo, y acercar la información más relevante al mayor número posible de personas.

El síxtyco no exime de la obligación de seguir registrando el folleto informativo, que es el documento del que emana la responsabilidad del emisor, ni pretende sustituir su consulta por los inversores. Pero la CNMV es consciente de que estos no lo reciben cuando participan en este tipo de operaciones. El síxtyco es un complemento del folleto que ayudará a que el gran público conozca la existencia del folleto y lo consulte. Por eso, la CNMV entiende que los emisores e intermediarios están obligados a entregarlo a todos los inversores.

Las OPV han concitado un gran interés en los inversores y, por ello, han merecido una especialísima atención de la CNMV para garantizar su transparencia. La Supervisión hizo hincapié, en 1997, en dos objetivos esenciales: facilitar el conocimiento, por los inversores, de las características del valor y de las condiciones de la operación y fijar, al mismo tiempo, criterios aceptables en la determinación de las condiciones que afectan al tramo minorista - ver recuadros adjuntos. Además, la CNMV realizó un estrecho seguimiento de la evolución de los valores ofertados durante las primeras sesiones de negociación - véase el capítulo dedicado a los mercados secundarios.

Recomendaciones y criterios de la CNMV en relación a las OPV

El descenso de los tipos de interés ha provocado que los inversores busquen nuevas alternativas a sus inversiones, asumiendo mayores riesgos con la esperanza de obtener una mayor rentabilidad que la ofrecida por la renta fija. Este proceso ha afectado en particular a las OPV de acciones realizadas a lo largo de 1997, existiendo en algunos casos tal volumen de peticiones que ha sido imposible la asignación de un número de acciones satisfactorio para los inversores minoristas. Para abordar esta circunstancia la CNMV ha realizado determinadas recomendaciones dirigidas a la colocación en los tramos minoristas, y que han sido incorporadas en las últimas OPV registradas, que se resumen a continuación:

Elevación del importe mínimo por petición a, preferentemente, 200.000 pesetas - admitiéndose también 100.000 pesetas de petición mínima dependiendo del sistema de prorrateo - con el objeto de garantizar un importe mínimo de compra que cubra los gastos de mantenimiento y otros de las acciones adquiridas.

Cambio de orientación en la base de cálculo de las comisiones de colocación a los intermediarios junto a otras medidas que eviten la inflación artificial de la demanda y primen el volumen adjudicado o asignado sobre el volumen demandado.

Introducción de nuevos sistemas de asignación de valores en el prorrateo, como por ejemplo el empleo de técnicas más simples y fáciles de entender, el primar la adjudicación a las peticiones por importes más bajos frente a los más altos, preferencia de las peticiones individuales frente a aquéllas en régimen de cotitularidad, reducción del importe máximo admisible en las peticiones de mayor volumen en función de la evolución de la demanda.

Asimismo, la CNMV ha adoptado el criterio de *limitar las asignaciones libres de acciones del tramo institucional al tramo minorista* en determinadas situaciones de incertidumbre o de alta volatilidad en los mercados. La CNMV da por sentado que los inversores de los tramos institucionales tienen, en general, un acceso a la información muy superior a la de los inversores minoristas y, por tanto, mucho mayor conocimiento del mercado y de la sociedad cuyos valores se ofrece. De ahí que, en aras a la protección de los inversores, no siempre resulte aceptable el traspaso discrecional al tramo minorista, sin modificación de precio, de volúmenes inicialmente asignados al institucional, cuando en éste se ha producido un rechazo de las condiciones ofertadas.

Por último, debe destacarse que la demanda en favor de una mayor transparencia en el gobierno de las empresas ha encontrado eco en la adopción de determinadas medidas por algunas de las empresas sujetas a procesos de privatización durante el pasado año. En particular,

Telefónica, Repsol y Aceralia - también Argentaria para su OPV del año en curso - han incluido normas de conducta en el Reglamento del Consejo y lo han hecho constar en el correspondiente folleto informativo de sus OPV.

Cuadro 6.3

OFERTAS PUBLICAS DE VENTA EN 1997

Importe en miles de millones de pesetas

Compañía	Importe colocación	Salida a bolsa
Privatizaciones	1.858,0	
Telefónica	620,6	
Repsol	178,6	
Endesa	875,1	
Aldeasa	45,6	Sí
Aceralia	138,1	Sí
Otras	151,5	
Adolfo Domínguez	18,0	Sí
Guinness ⁽¹⁾	5,0	
Telepizza	0,7	
Catalana Occidente	22,4	
Total	0,4	
Mercapital Inversiones ⁽¹⁾	1,7	
Barón de Ley	12,7	Sí
CVNE	2,5	Sí
Bodegas Riojanas	2,6	Sí
FAES	19,4	
BBV	5,6	
Iberpapel	8,0	Sí
ACS ⁽²⁾	35,7	
Dinamia	16,8	Sí
Total	2.009,5	
Pro memoria :		
Tramo minorista	1.188,3	
Tramo institucional	821,2	

⁽¹⁾ Empresas no cotizadas.⁽²⁾ Fusión de Ginés Navarro y OCP.

7. SEGUIMIENTO DE LOS MERCADOS SECUNDARIOS

El crecimiento del segmento de renta variable es el rasgo más llamativo de la evolución de los mercados secundarios españoles en 1997. Los bajos tipos de interés y la positiva trayectoria de los precios atrajeron hacia este segmento a los pequeños inversores y a las instituciones de inversión colectiva y favorecieron las salidas a bolsa y la continuidad del proceso de privatización de empresas públicas. También ha sido un buen año para los mercados de futuros y opciones financieros, que han visto crecer su volumen de negociación. No puede decirse lo mismo del segmento de renta fija privada ni de los futuros sobre cítricos, cuyos volúmenes cayeron respecto al año anterior.

La evolución de los mercados propició que la CNMV dedicase el pasado año una especial atención hacia determinados asuntos, como la formación del primer precio en las salidas a bolsa, la capacidad técnica del sistema de negociación ante una masiva afluencia de órdenes, el efecto de la volatilidad sobre los mercados o el incremento de las denominadas colocaciones privadas.

Junto a ello, y como es habitual, el seguimiento rutinario de los mercados dio lugar a múltiples solicitudes de información a los miembros del mercado, las sociedades rectoras, el SCLV y los emisores, con motivo de movimientos significativos en los precios o volúmenes, o por determinados hechos con posible incidencia sobre las cotizaciones. En este sentido, cabe destacar que la eficacia de la supervisión se ha visto potenciada con la creación, dentro de la División de Inspección, de la Unidad de Vigilancia de los Mercados (UVM), de cuyo cometido y actuaciones durante el pasado año se informa ampliamente en el capítulo 9, dedicado al mantenimiento de la integridad del mercado.

El impacto bursátil de las ofertas públicas de venta

Las OPV con trascendencia bursátil afectaron a un total de 17 compañías y supusieron una colocación de acciones superior a dos billones de pesetas - véase el cuadro 6.3. En su mayor parte, este importe correspondió a la privatización parcial de grandes compañías ya cotizadas, pero las salidas a bolsa constituyeron también un importante factor de dinamización del mercado. En total, pasaron a cotizar por primera vez ocho compañías, todas ellas en el mercado continuo, a cuya capitalización aportaron unos 310.000 millones de pesetas.

El seguimiento de la negociación tras el cierre de una OPV tiene gran importancia para la protección del inversor. Suele producirse, durante esos primeros momentos, una elevada afluencia de órdenes al mercado en busca, las de venta, de una rápida materialización de beneficios y, las de compra, de un complemento a la asignación obtenida en la OPV. Durante el pasado año, el éxito que acompañó a la mayoría de las OPV se tradujo en un fuerte exceso de demanda en casi todas ellas, lo que multiplicó las compras en el mercado durante la primera sesión de negociación. El caso de mayor trascendencia se produjo con la salida al mercado de Adolfo Domínguez, que provocó problemas de saturación en el sistema de negociación del mercado continuo y motivó una investigación de la CNMV sobre la formación del primer precio bursátil - ver recuadro adjunto.

Los problemas detectados durante el pasado año han vuelto a poner de manifiesto la necesidad de adecuar la capacidad técnica del SIBE - ver recuadro en este mismo capítulo. Asimismo, aconsejaron la introducción de algunas modificaciones en las normas de contratación. La adecuada formación del primer precio en bolsa se verá favorecida por la decisión de la Sociedad de Bolsas, adoptada en noviembre pasado, de permitir, con carácter

general, una variación máxima de los precios del 50%, frente al 15% anterior, durante el período de ajuste. Una vez iniciada la sesión, la variación máxima continúa siendo de un 15%. Asimismo, se ha ampliado el período de ajuste en media hora, quedando establecido entre las 9 y las 10 de la mañana y, para las salidas a bolsa, se ha determinado que el precio de referencia durante el mismo sea el precio de la OPV.

En las OPV resulta habitual que una entidad financiera tenga encomendada una función de estabilización del valor durante los primeros días de negociación, generalmente ante la previsión de un elevado volumen de ventas durante ese período. La CNMV estima conveniente establecer una serie de pautas sobre la forma en que dicha función debe realizarse.

Incidencias en la salida a bolsa de Adolfo Domínguez

En la OPV de Adolfo Domínguez (ADZ), la demanda fue 182 veces mayor que la oferta en el tramo minorista. Debido al prorrateo, los peticionarios obtuvieron un número muy reducido de acciones - un mínimo de tres y un máximo de quince - y muchos de ellos trataron de completar su compra en el mercado.

Durante el período de ajuste de la primera sesión - entre las 9 :30 y las 10 de la mañana del 18 de marzo de 1997 - se produjo una masiva afluencia de órdenes de compra, mientras que las de venta fueron mucho menos numerosas - 2.436.091 acciones y 438.562, respectivamente, en el momento de la apertura del mercado. Un número significativo de las primeras fueron introducidas con precios muy elevados, posiblemente para facilitar su ejecución. Ello determinó que, en algunos momentos del período de ajuste, el precio teórico llegase a situarse en 20.000 pesetas, cuando el precio de la OPV en el tramo minorista había sido de 3.007 pesetas. El primer precio firme fue de 7.000 pesetas, ejecutándose al mismo un total de 761 operaciones con un volumen de 276.102 acciones. La perspectiva de materializar importantes plusvalías provocó rápidamente una mayor afluencia de órdenes vendedoras y, siete minutos después de la apertura, el precio del valor cayó el máximo permitido - 15% -, para situarse en 5.950 pesetas. La sesión se cerró a ese precio. Durante las siguientes se mantuvo la presión vendedora y el precio siguió corrigiéndose a la baja.

La acumulación masiva de órdenes en ADZ saturó el sistema de negociación durante el período de ajuste, alargando los tiempos de respuesta a la introducción de nuevas órdenes para todos los valores negociados. Esta situación obligó a ampliar el período de ajuste durante la segunda y la tercera sesión.

La CNMV emprendió, de inmediato, una investigación sobre estos hechos, recabando información sobre los titulares de las órdenes cursadas durante el período de ajuste del día 18 de marzo y realizó diversas inspecciones. La investigación puso de relieve, entre otros, los siguientes extremos :

- La mayoría de las órdenes de compra procedían de un elevado número de pequeños inversores y tenían como finalidad incrementar la asignación efectuada en la OPV.
- En su canalización participaron, prácticamente, todos los miembros del mercado.
- Como es habitual en estos casos, la mayoría de las órdenes se cursaron “por lo mejor” para su ejecución en la apertura. Para asegurar ésta, los miembros del mercado las introdujeron a precios muy alejados del fijado en la OPV.

Valoradas las conclusiones de la investigación, la CNMV no halló motivo para iniciar expedientes sancionadores. No obstante, recomendó a los operadores que no gestionasen de forma tan perturbadora las órdenes “por lo mejor” durante el período de ajuste y, a los inversores, que utilizasen órdenes con limitación de precio. Asimismo, y al hilo de ciertas prácticas observadas en esta intervención, advirtió a diversas entidades que debían de modificar sus reglamentos internos de conducta e introducir mejoras en la llevanza de los registros obligatorios de órdenes y operaciones.

Como se comenta en otros apartados de este capítulo, este caso dio lugar a una revisión de las normas de contratación durante el período de ajuste y puso, asimismo, de relieve la necesidad

de una profunda renovación de los equipos y programas informáticos del sistema de negociación.

Colocaciones privadas.

Los inversores institucionales continuaron mostrando un interés creciente hacia nuestras bolsas en 1997. Esta circunstancia se ha reflejado en un incremento de las colocaciones privadas, entendiéndose por tales la venta de paquetes significativos de acciones de compañías cotizadas mediante su colocación entre un restringido número de inversores. Estas operaciones se realizan sin afectar a la cotización del valor pero, en ocasiones puede suscitarse la duda de si debieran estar sometidas al régimen de las ofertas públicas de venta. Por este motivo, y mediante la emisión de una carta circular, la CNMV establecerá próximamente los criterios que deben seguirse al respecto. En general, para sustraerse al régimen de OPV, las colocaciones deben dirigirse a un reducido número de inversores institucionales, sin una publicidad previa de la operación y sin que se facilite a los potenciales compradores información relevante que no esté disponible, al mismo tiempo, para todo el mercado.

Impacto de la negociación OTC en los mercados organizados

Durante 1997 se ha producido un notable incremento de las operaciones OTC referenciadas al Ibex, en gran parte debido a la constitución de fondos garantizados. Las estrategias de cobertura asociadas a estas operaciones pueden dar lugar a transacciones de gran volumen en los mercados organizados en momentos particularmente sensibles para la formación del precio, sobre todo al cierre de la sesión, por lo que la CNMV les está prestando una gran atención. En 1997, una entidad financiera no residente fue sancionada con una multa de 285 millones de pesetas por falsear la libre formación del precio en operaciones de esta naturaleza realizadas el día 27 de diciembre de 1995. Asimismo, la CNMV abrió una inmediata investigación sobre el desplome que experimentaron las acciones de Telefónica y Endesa al final de la sesión del 31 de diciembre pasado - ver recuadro adjunto.

En abril, la CNMV ya advirtió a los intermediarios, mediante la Carta Circular 5/97, que la Ley del Mercado de Valores prohíbe provocar, en beneficio propio o ajeno, una evolución artificial de las cotizaciones - artículo 80 a) - y que, por tanto, deben ser cautelosos a la hora de introducir órdenes en el mercado continuo, que por su precio o cuantía, puedan resultar perturbadoras para la correcta formación de las cotizaciones en esos momentos.

Impacto de la volatilidad.

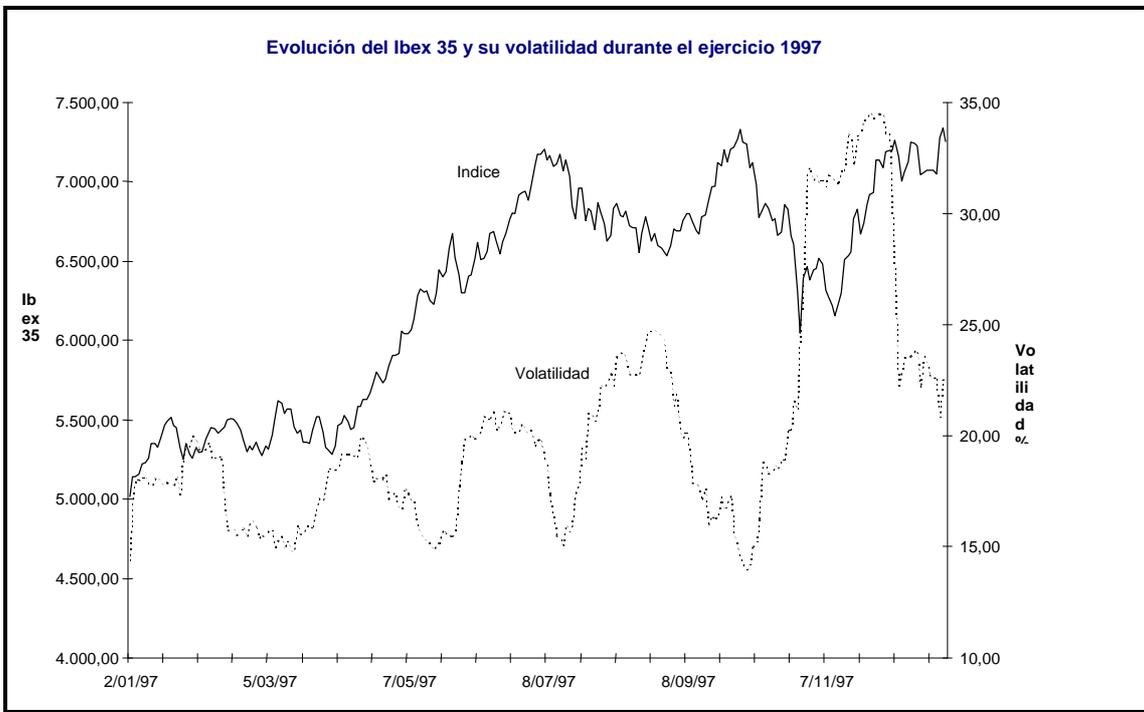
La revalorización de la renta variable en 1997 se vio acompañada por una fuerte volatilidad, sobre todo durante el último trimestre del año, como puede apreciarse en el gráfico adjunto. Así, la crisis asiática de finales de octubre, que provocó un brusco, aunque transitorio, desplome de los precios en casi todo el mundo, puso a prueba las normas de contratación en el mercado continuo - ya se ha comentado que la Sociedad de Bolsas introdujo en noviembre diversas modificaciones en relación con el período de ajuste - y evidenció las limitaciones del soporte informático del sistema de negociación electrónico - ver recuadro adjunto. Los efectos de la volatilidad también se dejaron sentir en el segmento de renta variable de MEFV, en relación con la determinación de las garantías diarias. Estas habían experimentado una reducción en enero para acomodarse al

patrón de otros mercados europeos, pero, en julio, MEF hubo de solicitar garantías extraordinarias por primera vez en su historia. A finales de octubre, ante el impacto de la crisis asiática, se decidió incrementar las garantías diarias.

La cotización de Telefónica y Endesa en los últimos momentos de la sesión del 31 de diciembre de 1997

Telefónica y Endesa, los dos valores con una mayor ponderación en el índice Ibex 35, experimentaron una notable caída de su precio durante la sesión del 31 de diciembre pasado, en contraste con la evolución del propio índice. Así, mientras que éste cerraba la sesión con una pérdida del 1,1%, aquellos valores lo hacían con una caída del 5,1% y del 4,1%, respectivamente. Durante el último minuto de la sesión, las acciones de Telefónica perdieron un 4,8% y las de Endesa un 1,6%. La CNMV inició el mismo día 31 una exhaustiva investigación para conocer las causas de la atípica evolución de los precios de las dos compañías.

Gráfico 7.1



*Volatilidad anualizada calculada en base a los rendimientos diarios de las treinta últimas sesiones.

Grupo de trabajo de los presidentes de la CNMV, Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y entidades rectoras de los mercados organizados españoles.

El presidente de la CNMV y los presidentes del SCLV y de las entidades rectoras de todos los mercados organizados de nuestro país instituyeron el pasado año la celebración de una reunión de trabajo mensual para la discusión de asuntos que afectan a este ámbito. A través del intercambio de ideas y la promoción de iniciativas se pretende aunar esfuerzos en favor del mercado español de valores, en un momento en el que éste tiene que hacer frente a importantes desafíos, como el acceso masivo de nuevos

inversores o una creciente competencia en el nuevo marco europeo configurado por la Directiva de Servicios de Inversión y, muy pronto, por la entrada de España en la Unión Monetaria y Económica.

Participación de las Sociedades Rectoras en la supervisión de los corros.

El mercado continuo concentra más del 98% de la contratación en el segmento de renta variable. De ahí, que la CNMV dedique a su seguimiento una atención prioritaria, sin que ello suponga abandonar el de los corros bursátiles. Para desarrollar con mayor eficacia la supervisión de estos, la CNMV solicitó durante el pasado año una colaboración más activa de las rectoras de las cuatro bolsas. Al fin y al cabo, estos valores suelen tener un marcado carácter local y el personal de las bolsas está presente en los corros durante toda la sesión. A las Sociedades Rectoras les corresponde ordenar y dirigir la contratación y, para ello, la normativa del mercado de valores les asigna unas claras funciones supervisoras - artículo 12 del Real Decreto 726/1989, de 23 de junio, sobre Sociedades Rectoras y miembros de las Bolsas de Valores. En cumplimiento de este deber, las sociedades rectoras están obligadas a poner en conocimiento de la CNMV cuantos hechos o actuaciones puedan entrañar infracciones y prestarle asistencia en el ejercicio de sus funciones de supervisión, inspección y sanción.

Operaciones de los emisores con valores propios.

En algunos casos los emisores realizan operaciones con su autocartera para dar liquidez al valor. Es preciso recordar que estas operaciones no deben influir artificialmente en el precio del valor y que, por ejemplo, no sería admisible que una empresa vinculada al grupo del emisor interviniese en ellas, al mismo tiempo, como contrapartida.

Suspensiones temporales de cotización en bolsa.

Estas intervenciones afectaron durante el pasado año a un total de 35 emisores. Las causas más numerosas fueron las de presentación y anuncio de presentación de OPA y difusión de hechos relevantes. También se produjeron ocho suspensiones por insuficiente información económico-financiera del emisor al mercado. La suspensión temporal de un valor es un instrumento del supervisor para impedir un anómalo funcionamiento del mercado en ausencia de información suficiente. La CNMV administra estas intervenciones de una manera prudente, no prologándolas más allá de lo razonablemente necesario cuando las adopta, con el fin de proteger al inversor y reducir los perjuicios que pueda causar la falta de liquidez.

Cuadro 7.1
SUSPENSIONES DE NEGOCIACIÓN EN BOLSA

	1996	1997
Número de emisores suspendidos.....	28	35
Número de suspensiones	39	48
Por presentación de OPA.....	20	15
Por difusión de información relevante.....	8	16
Por anuncio de próxima presentación de OPA.....	10	9
Por insuficiente información económico-financiera.....	0	8
Por causas técnicas.....	1	0

El necesario incremento de la capacidad técnica del SIBE

El sistema de negociación del mercado continuo ha experimentado situaciones de congestión en varias ocasiones. En 1997, estos problemas se manifestaron en la salida a bolsa de Adolfo Domínguez - 18 y 19 de marzo -, por una masiva concentración de órdenes en Telefónica - 15 de abril - y a raíz de las turbulencias originadas por la crisis asiática - 28 y 29 de octubre.

La Sociedad de Bolsas, consciente de que el sistema de contratación debe adecuarse a las necesidades actuales y futuras del mercado, está desarrollando una drástica renovación de su infraestructura. A petición del grupo de presidentes de las sociedades rectoras y de la CNMV, la División de Sistemas de Información de la CNMV ha analizado los problemas del sistema y las soluciones propuestas por la Sociedad de Bolsas. Sus principales conclusiones se resumen a continuación :

- *Problemas detectados :*

- La evolución de la contratación ha superado las previsiones en que se basó el diseño del sistema. Éste ha llegado a procesar 90.000 órdenes y 230.000 transacciones en una sesión, pero la Sociedad de Bolsas estima que el mercado puede llegar a demandar hoy 145.000 órdenes y 375.000 transacciones y que, en los próximos años, la capacidad de procesamiento deberá ser superior en más de tres veces a la actual.

- El sistema actual puede procesar, teóricamente, diez órdenes por segundo, pero los tiempos de respuesta nunca han sido aceptables por encima de las cinco órdenes. Por ello el sistema es particularmente vulnerable a los cambios bruscos de tendencia del mercado, que generan una masiva introducción de órdenes y un elevado número de consultas, anulaciones y modificaciones.

- La actual interfaz con los sistemas de "routing" de órdenes de los intermediarios facilita la sobrecarga del SIBE, dado que puede requerir hasta tres transacciones para introducir un orden en el sistema.

- Mejoras en el "software" podrían evitar o paliar que un sólo proceso absorbiese todos los recursos del ordenador, como sucedió en los casos de Adolfo Domínguez y Telefónica.

- *El proyecto de la Sociedad de Bolsas.*

- La Sociedad de Bolsas contempla una completa renovación de sus equipos informáticos que, entre otras mejoras, multiplicará por cuatro la capacidad de proceso teórica actual, pudiendo elevarse este factor hasta 16 si en el futuro fuese necesario. Para garantizar el continuo funcionamiento del sistema, se establecerá un contrato de respaldo con el fabricante del ordenador para la instalación central del SIBE, equipos y comunicaciones. Se revisará, también, el "software", tanto de aplicaciones como de base. Está, asimismo, en estudio una modificación de la interfaz del "routing" y, para más adelante, la posibilidad de medidas que favorezcan el agrupamiento de órdenes.

- Las innovaciones se introducirán a lo largo de 1998, esperándose que el nuevo sistema pueda funcionar de manera optimizada en el mes de diciembre. Desde el mes de enero, la entidad dispone ya de equipos que podrían utilizarse en caso necesario antes de completar el calendario.

- *Recomendaciones.*

- La sustitución de los equipos propuesta por la Sociedad de Bolsas resulta necesaria. No obstante, y aún teniendo en cuenta las estimaciones y cálculos efectuados, deberían realizarse pruebas de rendimiento exhaustivas para comprobar si la respuesta de los nuevos equipos se ajusta a lo previsto y conocer sus límites.

- Para un inversor, el sistema de "routing" es un elemento más del sistema de negociación. Esta percepción puede crear una falsa expectativa sobre el rendimiento global del sistema, al dar por aceptadas órdenes aún no introducidas en el SIBE y favorecer, en sesiones de gran actividad, la introducción de otras nuevas. Además de revisar la interfaz del "routing", la Sociedad de Bolsas debería estudiar la implantación de normas y métodos de control para que los sistemas externos al SIBE, propiedad de distintas entidades y con tecnologías también diferentes, favoreciesen su gestión en vez de dificultarla. Resultaría de particular interés que el inversor pudiera conocer si su orden está todavía en el "routing" o si ya ha sido introducida en el SIBE.

Exclusiones de oficio de la cotización bursátil.

Durante el pasado año se produjeron 10 exclusiones de oficio de los listados de cotización, todas ellas pertenecientes al segmento de corros - Coninsa, Baqueira Beret, Colón de Inversiones, Rentcapital, Aurium, Gestiberia, Cointra, Gestión Colectiva, Tipel e Intra Corporación Financiera. Las compañías afectadas presentaban reiterados incumplimientos de sus obligaciones de información al mercado o registraban frecuencias de negociación extraordinariamente bajas. Como en años anteriores, esta medida tiene un indudable efecto de saneamiento para los corros bursátiles, cuyo peso en la actividad de nuestros mercados es, ya de por sí, muy escaso. El mantenimiento en los listados de cotización de compañías que no informen debidamente al mercado o mantengan una actividad bursátil ficticia perjudica a la imagen del conjunto y retrae a los inversores.

La compensación y liquidación de valores

Las actividades de compensación y liquidación de valores afectan a los inversores y determinan, con frecuencia, decisiones de localización en las actividades de negociación. El crecimiento experimentado por el mercado español y los retos a los se enfrenta en la nueva etapa europea, exigen un esfuerzo en la mejora de estos servicios.

El 24 de febrero del pasado año, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV) dio un paso en esta dirección al establecer en D+3 el plazo de liquidación de las operaciones bursátiles y acortarlo, así, en dos días hábiles. Siendo éste un avance estimable, el SCLV debe afrontar nuevas mejoras en este concreto apartado :

En primer lugar, el plazo de liquidación comprometido debiera cumplirse con muy pocas excepciones. El sistema de compensación y liquidación español viene obteniendo reiteradamente de los grandes depositarios internacionales calificaciones poco acordes con la importancia relativa de nuestro mercado. Esta reiteración obliga a un serio esfuerzo para mejorar la eficiencia del sistema. En 1997 se observó un aumento del porcentaje de ventas vencidas, quizás debido a que el acortamiento a D+3 coincidió con un fuerte incremento del volumen liquidado y con la tramitación de grandes OPV, aunque al finalizar el año se habían adoptado algunas medidas para solucionarlo.

En segundo lugar, los estándares internacionales de calidad son cada vez más exigentes y, en este ámbito, contemplan plazos inferiores a D+3 e, incluso, la disponibilidad de servicios de liquidación bruta en tiempo real. El SCLV ha asumido ya el compromiso de avanzar en esta dirección y estudia con la CNMV las medidas a adoptar.

Un asunto de particular importancia, todavía pendiente de resolución, es el de la fragmentación del sistema de liquidación en la renta fija privada, lo que supone un freno para el desarrollo del mercado español en este segmento. Mientras que la renta fija bursátil está desmaterializada en su totalidad y se liquida en el SCLV, la negociada en AIAF sigue estando representada, en su mayoría, por títulos físicos y se liquida en un sistema distinto - Espaclear.

Otro asunto de gran interés se refiere a la gestión de los valores privados en garantía por operaciones de liquidez de los bancos del futuro Sistema Europeo de Bancos Centrales. A iniciativa de la CNMV, se ha constituido un grupo de trabajo, integrado por la Dirección General del Tesoro, el Banco de España, el SCLV y la propia CNMV, para estudiar alternativas en este ámbito.

8. TRANSPARENCIA DEL MERCADO

La transparencia es una cualidad íntimamente ligada a la disponibilidad de información suficiente, veraz, precisa y oportuna. Gracias a ella los inversores pueden adoptar decisiones fundadas. Un mercado no transparente favorece a unos agentes en detrimento de la mayoría y es siempre un mercado ineficiente. El deseo de que nuestros mercados sigan manteniendo un elevado grado de transparencia ha motivado diversas actuaciones de la CNMV en 1997.

Información periódica de las sociedades cotizadas

Las empresas cotizadas están obligadas a suministrar información al mercado de una manera periódica. Así, facilitan trimestralmente información sobre ventas, resultados y plantilla. Con carácter semestral remiten sus balances. Una vez al año deben presentar sus cuentas auditadas y adjuntar su memoria y otros informes asociados.

En este apartado, la CNMV prestó una particular atención a la calidad de la información sobre la evolución de los negocios. Se ha establecido que la misma incluya comentarios explicativos de la estacionalidad o carácter cíclico del negocio; sobre la naturaleza e importe de los factores que afecten a los activos, pasivos, fondos propios, ingresos netos o flujos de caja y que sean extraordinarios bien por su naturaleza, atipicidad o importe ; y sobre los ingresos y resultados por segmentos de negocio, si la sociedad dispone de esta información.

Con esta misma finalidad se está estudiando la modificación del apartado de bases de presentación y normas de valoración de la información semestral, de manera que en dicho apartado se comenten explícitamente los cambios significativos que pudieran haber sufrido los activos y pasivos contingentes, las salvedades, incertidumbres y limitaciones incluidas en el informe de auditoría sobre las últimas cuentas anuales auditadas, así como las operaciones que la compañía realice con personas vinculadas. La forma en que dicha información debe estructurarse se ha incluido en el apartado de instrucciones para la cumplimentación del informe semestral.

Utilización de las nuevas tecnologías en la difusión y comunicación de información

Haciendo uso de los avances tecnológicos, la CNMV ha posibilitado que los últimos folletos registrados puedan estar disponibles para su consulta en las páginas que esta tiene en Internet. Un ejemplo de ello son los folletos de Iberpapel y Dinamia.

Continuando en esta vía, la CNMV seguirá fomentando la utilización de los medios informáticos para facilitar los trámites de verificación de expedientes y, en la medida en que el mercado disponga de estos medios, incorporar cada vez en mayor número los folletos en la red para que no solo puedan consultarse sino también explotar el contenido por el usuario correspondiente.

Cuentas anuales e informes de auditoría

Durante los últimos años ha ido mejorando de forma notable la presentación de las cuentas anuales y las opiniones de los auditores sobre las mismas. Como se puede observar en el cuadro 8.1, se ha reducido el porcentaje de auditorías registradas en la

CNMV que presentan una opinión con salvedades y el número de auditorías con opinión denegada o adversa.

Esa tendencia se ha debido, fundamentalmente, a dos hechos: la toma de conciencia por parte de las sociedades emisoras de la importancia de presentar unas cuentas anuales sobre las que el auditor pueda emitir una opinión favorable, y la insistencia de la CNMV para mejorar la calidad de la información suministrada por las sociedades emisoras en sus cuentas anuales.

El cambio de actitud de los emisores está motivado por diversos factores, como el desarrollo de los mercados de valores, la mayor cultura financiera de los inversores - que exigen cada vez más una información fiable y transparente - o el acceso de las sociedades nacionales a mercados internacionales, donde una compañía con una opinión de auditoría con salvedades puede encontrar importantes problemas para la colocación de sus valores. También ha influido el cambio del ciclo económico, ahora en una fase de expansión que hace menos habitual la utilización de artificios contables que desfiguren los resultados reales.

No obstante, en la mayoría de los casos la calidad de la información suministrada por las sociedades emisoras en sus cuentas anuales e informe de gestión puede aumentar, no limitándose a la exigida por la legislación mercantil y aportando un valor adicional, que permitiese a los inversores disponer de más datos e información en la toma de decisiones de inversión - riesgos, potenciales de crecimiento, etc. Por ejemplo, a veces ni siquiera se comenta en qué bolsa están admitidos a negociación sus valores, o se da una escasa o nula información sobre las operaciones fuera de balance o con partes vinculadas. Contribuiría a aumentar la transparencia del mercado el que las sociedades emisoras tomaran algunas decisiones en cuanto a la presentación de las cuentas en la CNMV. Así, este organismo supervisor recomienda que :

- No se presenten las cuentas de forma abreviada.
- Se limiten las excepciones a la información que habilita la legislación mercantil.
- Se profundice, en los informes de gestión, en dar explicaciones sobre las partidas del balance y en los factores que pudieran condicionar la evolución de la compañía en el futuro.

Entre las actuaciones llevadas a cabo por la CNMV para mejorar la información suministrada por los emisores cabe citar las siguientes :

- Requerimientos a las sociedades para que pongan a disposición del auditor la información necesaria para que éste pueda despejar las limitaciones de alcance. El resultado ha sido una reducción de los informes de auditoría con limitaciones de alcance que han pasado desde 53 en 1993 a 20 en 1996.
- Contacto con las principales firmas de auditoría para poner de manifiesto aspectos que la CNMV consideraba que necesitaban mejorar y para transmitir los criterios que la CNMV utiliza en la revisión de las auditorías y cuentas anuales.
- Requerimiento a las sociedades cuyo informe de auditoría respecto a las cuentas anuales de 1996 tuviera algún tipo de salvedad para que explicara las causas de la misma y el plan de la compañía para eliminarlos. En concreto, durante 1997, se remitieron 100 requerimientos a 59 compañías. Como puede apreciarse en el Cuadro 8.2, la mayoría de las entidades requeridas ya han solucionado el asunto que dio origen a la salvedad, o presentado un plan para hacerlo, al cierre de 1997. Tan sólo tres compañías no habían contestado o completado la contestación a esa fecha.
- Suspensión de negociación de los valores cuyos emisores no hayan remitido el informe de auditoría dentro del plazo estipulado o cuyo informe de auditoría contenga salvedades, incertidumbres y limitaciones que exijan una aportación de información

adicional. Ocho sociedades se vieron afectadas por esta medida, de las que tan sólo una - Urbas - cotizaba en el mercado continuo. Las demás sociedades - con negociación a viva voz - son: Cartemar, Urbi, Dalt, Jumberca, Ucem, Pebsa-Pesquerías Españolas del Bacalao y United Dutch.

Participaciones significativas y consejos de administración

Se ha ampliado la información contenida en los registros públicos sobre la estructura accionarial de las sociedades cotizadas y de sus consejos de administración, incluyendo un campo de observaciones que recogen datos adicionales tales como acciones concertadas, opciones, aclaraciones relativas a comunicaciones no actualizadas, etc. Además, en el registro de consejeros se ha insertado un campo nuevo conteniendo el cargo. A su vez, toda esta información se ha incorporado a Internet, facilitando de manera significativa su consulta.

Cuadro 8.1

RESUMEN DE LAS AUDITORIAS DE SOCIEDADES EMISORAS RECIBIDAS EN LA CNMV (*)

	Ejercicio 1996		Ejercicio 1995		Ejercicio 1994	
	Número	%	Número	%	Número	%
1. AUDITORIAS RECIBIDAS						
- Cuentas individuales	421	64,1	452	64,7	467	66,0
- Cuentas consolidadas	236	35,9	247	35,3	241	34,0
Total auditorías recibidas	657	100,0	699	100,0	708	100,0
- <i>Informes especiales O.M. 30/9/92</i>	102		152		172	
2. OPINION DE AUDITORIA						
- Opinión favorable	517	78,7	504	72,1	484	68,4
- Opinión con salvedades	140	21,3	195	27,9	224	31,6
3. TIPOS DE SALVEDADEES						
- Nº de auditorías con excepciones	65	46,4	98	50,3	93	41,5
- Nº de auditorías con incertidumbres y otras	100	71,4	145	74,4	172	76,8
- Nº de auditorías con limitaciones	20	14,3	27	13,8	29	12,9
Total auditorías con salvedades	140	100,0	195	100,0	224	100,0
4.1. EFECTOS SOBRE RESULTADOS DE LAS EXCEPCIONES						
- Nº de auditorías con efectos positivos	17	26,2	18	18,4	28	30,1
- Nº de auditorías con efectos negativos	41	63,1	69	70,4	51	54,8
4.2. EFECTOS SOBRE PATRIMONIO DE LAS EXCEPCIONES						
- Nº de auditorías con efectos positivos	11	16,9	24	24,5	20	21,5
- Nº de auditorías con efectos negativos	26	40,0	38	38,8	32	34,4
Total auditorías con excepciones	65	100,0	98	100,0	93	100,0
5. NATURALEZA DE LAS INCERTIDUMBRES Y OTRAS						
- Continuidad del negocio	35	35,0	32	22,1	48	27,9
- Contingencias fiscales	39	39,0	55	37,9	60	34,9
- Recuperación de activos	35	35,0	81	55,9	96	55,8
- Actualización activos en base a norma foral	2	2,0	16	11,0	18	10,5
- Contenciosos y litigios	21	21,0	29	20,0	25	14,5
- Denegación de opinión u opinión adversa	12	12,0	18	12,4	19	11,0
- Otras incertidumbres	43	43,0	43	29,7	41	23,8

Total auditorías con incertidumbres y otras	100	100,0	145	100,0	172	100,0
--	------------	--------------	------------	--------------	------------	--------------

(*) Informes de auditoría de cuentas anuales e informes especiales recibidos en la CNMV hasta el 6 de octubre de 1997.

Cuadro 8.2

**REQUERIMIENTOS FORMULADOS A SOCIEDADES COTIZADAS DURANTE 1997 EN RELACIÓN
CON LA AUDITORÍA DE CUENTAS DEL EJERCICIO 1996**

Mercado continuo	Corros	Segundo mercado
1.- Sociedades requeridas por no enviar auditoría consolidada y que lo han solucionado.		
AGROMAN	GESTIBERIA*	BARCELONESA INVERS. MOBILIAR.
	GRES DE NULES	COMERCIAL SALGAR
	ZAYER	CROMOGENIA UNITS
		EDITORIAL GUSTAVO GILI
2.- Sociedades requeridas por salvedades y que las han solucionado o han dado un plan para su solución.		
CORPOR. FINANCIERA REUNIDA	ALMACENES GENERALES INTERN.	INMOBILIARIA CARROGGIO
CORTEFIEL	ANDRES RUIZ DE VELASCO	KERABEN
FILO	BOLSANOR	
HORNOS IBERICOS ALBA	CIA. DE INVERSIONES CINSA	
HUARTE	CIA. LEVANTINA EDIF. Y OBRAS P.	
INDO INTERNACIONAL	COINTRA*	
MARCO IBERICA, DIST. EDICIONES	COMERCIAL DE LAMINADOS	
NICOLAS CORREA	DALT	
	FOMENTO INMOBILIARIO CENTRAL	
	FORUM INMOBILIARIO CISNEROS	
	GRAND TIBIDABO	
	HULLAS DEL COTO CORTES	
	INMOBILIARIA ALCAZAR	
	INMOBILIARIA SANBOAL	
	JUMBERCA, S.A.	
	MANUFACTURAS ANTONIO GASSOL	
	NAARDEN INTERNACIONAL	
	NATRA	
	RENFILA	
	S.A.PLAYA DE ALBORAYA	
	S.A. NOBO	
	UNION CATALANA DE VALORES	
	UNION GENERAL INVERSIONES	
	KEY	
3.- Sociedades requeridas por salvedades que dicen que no van a tomar medidas para su solución.		
MINERO SIDER. DE PONFERRADA	GLOBAL STEEL WIRE	CORPORACION IB-MEI
	I. E. G.	
4.- La solución de las salvedades depende de acontecimientos futuros o no se pueden solucionar a corto plazo.		
SNIACE	ESPAÑOLA DEL ZINC	CARTEMAR
URBANIZACIONES Y TRANSPORTES		
5.- La Sociedad decidirá en la formulación de las cuentas de 1997 el tratamiento de las salvedades y su posible solución.		
LA SEDA	ERCROS	
NUEVA MONTAÑA QUIJANO	PROMOCIONES Y CONCIERTOS IN.	
RADIOTRONICA	TUBOS FORJADOS	
6.- Sociedades requeridas pendientes de contestar o de completar las contestaciones remitidas inicialmente.		
	INBESOS	URBI
	VICINAY	

* Excluida de cotización.

Hechos relevantes y su comunicación al mercado

La difusión de hechos relevantes por las sociedades cotizadas es un elemento esencial para el buen funcionamiento del mercado de valores. La Ley del Mercado de Valores (LMV) los define como aquellos que “influyen de una forma sensible” en la cotización de los valores. Dada la amplitud de la casuística que afecta a la vida empresarial, no resultaría útil la elaboración de una lista cerrada de eventos para delimitar el alcance de esta definición legal. En su lugar, la CNMV ha considerado oportuno facilitar a los emisores y a sus asesores legales una serie de indicaciones que les ayuden a aplicar correctamente la normativa en vigor.

Así, en julio del pasado año se publicó la Carta Circular 7/1997 - disponible en Internet - sobre hechos relevantes y su comunicación a la CNMV que facilita, a modo de ejemplo, una lista de hechos y decisiones que merecen esa consideración y formula, entre otras, las siguientes observaciones y recomendaciones :

- *Alcance de la obligación.* Todo hecho o decisión que pueda modificar o haya modificado la rentabilidad o solvencia del emisor o el nivel de eficiencia que el mercado le atribuye en base a la información previamente distribuida puede ser considerado hecho relevante.
- *Fase de secreto.* Se refiere a la fase que suele preceder a la adopción de decisiones. Toda la información producida durante este período tiene el carácter de “reservada” - artículo 81.1 de la LMV - y se exige el mayor sigilo sobre la misma para no crear confusión y falsas expectativas en los mercados. La CNMV recomienda que el emisor limite al máximo el número de personas iniciadas en el asunto y lleve un registro con sus nombres, exija un compromiso de confidencialidad a los iniciados ajenos a la entidad y lleve un control riguroso de los documentos. Para detectar posibles filtraciones, la entidad deberá efectuar un seguimiento de la cotización del valor. Si éstas se produjesen, será necesario confirmar o desmentir la noticia. Particular cautela deberá tener el emisor en sus reuniones con analistas, accionistas o inversores, para no desvelarles información que previamente no se haya difundido para todo el mercado.
- *Momento de la comunicación.* Cuando se trate de decisiones del emisor, la comunicación se producirá inmediatamente tras el correspondiente acuerdo del órgano interno competente - Consejo de Administración o Junta General de Accionistas, generalmente. Si su ejecución está condicionada, por ejemplo a la obtención de una autorización de carácter administrativo, así se hará constar en la comunicación. Cuando se trate de resultados u otros datos económicos y financieros, la información se difundirá inmediatamente tras su conocimiento, evaluación o aprobación. Los emisores también pueden informar voluntariamente a la CNMV de sus planes durante la fase de secreto. En este caso, la CNMV mantendrá la información confidencial, aunque podrá obligar al emisor a publicarla, o la publicará ella misma si entiende que se ha producido una filtración de la noticia.
- *Forma de la comunicación.* Se efectuará a la CNMV en primer lugar, por la vía más rápida y eficiente, y, siempre que sea posible, con el mercado cerrado para evitar distorsiones en la negociación. Cuando se trate de hechos relevantes de gran alcance y se comuniquen con el mercado abierto, la CNMV puede suspender temporalmente la cotización del valor, para dar oportunidad de conocer y evaluar el hecho a todos los operadores. La CNMV pondrá todas las comunicaciones a disposición inmediata de los difusores profesionales y de las agencias de información, además de incorporarlas a sus registros públicos.
- *Políticas y procedimientos internos.* Todas las entidades emisoras deben establecerlos, por lo menos, en las siguientes materias : disponibilidad de un código de conducta sobre control y uso de información reservada dentro de la entidad, criterios para la identificación, uso interno y comunicación al mercado de información “reservada” e información “sensible” y designación de las personas responsables de comunicar hechos relevantes a la CNMV.

Elaboración de un código de buen gobierno de las empresas

El Consejo de Ministros del 28 de febrero de 1997 aprobó la creación de una Comisión Especial a la que se encargó preparar un informe sobre el funcionamiento de los consejos de administración de las sociedades que apelan a los mercados financieros, mediante la realización de una amplia consulta a los agentes y entidades que actúan en los mercados y sus organizaciones más representativas, y a la vista de su contenido, elaborar un “Código ético de buen gobierno” que pudiera ser voluntariamente asumido por dichos consejos en el futuro.

El 24 de marzo de 1997, y por Orden del Vicepresidente Segundo del Gobierno y Ministro de Economía y Hacienda, la Comisión Especial quedó integrada por D. Manuel Olivencia Ruiz como Presidente, D. Luis Ramallo García como Vicepresidente y D. José María López de Letona y Núñez del Pino, D. Enrique Piñel López, D. Eduardo Bueno Campos, D. Víctor Pérez Díaz, D. Pedro Ballvé Lantero, D. Jesús Platero Paz y D. Cándido Paz-Ares Rodríguez, todos ellos como Vocales. El nombramiento de Secretario recayó en D. Antonio Alonso Ureba, a su vez Secretario del Consejo de la CNMV, institución a la que el acuerdo había encomendado prestar la secretaría operativa de la Comisión y el apoyo administrativo necesario a través de su propio personal.

Los trabajos de la Comisión Especial se han venido desarrollando a lo largo de 1997, mediante sucesivas reuniones celebradas en los locales de la CNMV.

La importancia de esta iniciativa es indudable ya que, como señalaba el acuerdo de creación, responde a una demanda presentada por amplios sectores profesionales y por los propios mercados, que se beneficiarían de una mayor confianza de los inversores si los consejos de administración de las sociedades que en ellos captan recursos estuviesen más directamente implicados en su gobierno y actuasen de un modo más responsable.

Otros países de nuestro entorno tienen ya desarrollados códigos de buen gobierno para las empresas, todos ellos de voluntario cumplimiento. La publicación del nuestro ayudará a cubrir un indudable déficit de nuestra cultura corporativa en materia de transparencia en la gestión, con el consiguiente beneficio de los accionistas y, en general, de la comunidad inversora. Esta iniciativa se produce, además, en un momento particularmente oportuno, dado el fuerte crecimiento que está experimentando la tenencia de acciones en España.

Una vez terminada y elevada al Consejo de Ministros la propuesta de la Comisión Especial, la CNMV facilitará su difusión y espera que las sociedades cotizadas hagan suyas las recomendaciones del Código y contribuyan, así, a potenciar la calidad de nuestros mercados de valores.

9. INTEGRIDAD DEL MERCADO

La Unidad de Vigilancia de los Mercados

Objetivos y medios

La CNMV creó la Unidad de Vigilancia de los Mercados (UVM) en febrero de 1997. Encuadrada en la División de Inspección, la UVM tiene como objetivo fundamental la persecución de las siguientes prácticas :

- Uso indebido de información privilegiada.
- Manipulación de precios.
- Blanqueo de capitales.

La detección y sanción de estas conductas ilícitas es una actividad prioritaria de la CNMV desde su fundación. Ahora, con la creación de la UVM, se pretende llevarla a cabo en el seno de una unidad altamente especializada y dotada de los medios humanos y técnicos más cualificados.

El nuevo servicio se ha constituido con personas experimentadas que proceden de diversas divisiones dentro de la CNMV. De este modo, la Unidad dispone de un cualificado conocimiento de las distintas áreas de supervisión, necesario para abordar con eficacia sus objetivos. En cuanto a los procedimientos y medios técnicos, éstos son similares a los utilizados por los organismos supervisores en plazas como Londres o Nueva York.

La UVM es todavía una unidad en rodaje. No obstante, en su corta existencia ya a puesto ha punto algunos de sus sistemas de investigación, que en el futuro se irán perfeccionando con la experiencia.

Detección de ilícitos

La UVM dispone de diversas herramientas para detectar la posible comisión de los actos ilícitos cuya persecución tiene encomendada:

- Revisión sistemática de la contratación que precede a determinados eventos : OPA u otras operaciones corporativas, comunicación de hechos relevantes precedida de una alteración en la evolución de los volúmenes negociados o en los precios, etc.
- Análisis de la información proporcionada por el área de seguimiento de los mercados secundarios y de productos derivados - sistemas de alarmas -. Se presta una particular atención a las variaciones atípicas en volumen o precio.
- Coordinación con otras instituciones en el marco de la Comisión para la Prevención del Blanqueo de Capitales.
- Reclamaciones presentadas ante el Departamento de Atención al Público de la CNMV.

Pasos habituales en una investigación

a) *Posible uso de información privilegiada.* Iniciada la investigación, los pasos a dar siguen con frecuencia el siguiente patrón :

1. *Delimitación del período sujeto a investigación y del círculo de iniciados.* Se trata de determinar desde cuándo podría haber existido información privilegiada y quién la poseía.
2. *Identificación de los titulares de las transacciones durante el período investigado.* La información de base se halla en poder de las entidades financieras que han mediado en la transacción o que operan como depositarios o mantenedores del registro contable

del valor. Como puede suponerse, la información requerida puede ser copiosa y afectar a un elevado número de entidades. Agilizar su tratamiento y transmisión ha sido una de las prioridades de la UVM durante los meses transcurridos desde su creación.

3. *Explotación de la información.* Se compara la información obtenida en las dos fases anteriores para determinar si personas que estaban en posesión de la información reservada han realizado transacciones durante el período investigado o mantienen alguna relación con adquirentes o transmitentes. Este paso puede requerir el uso de información adicional, procedente de diversas bases de datos o solicitada mediante requerimientos. Resulta frecuente la solicitud de información a las autoridades de supervisión de otros países para identificar a los titulares reales de operaciones sujetas a escrutinio. En todo este proceso, la CNMV cumple escrupulosamente la normativa en materia de protección de datos. Estos sólo se requieren a efectos de investigación y, una vez finalizada ésta, se destruyen o se ofrece su devolución a los interesados.

b) *Posible manipulación de las cotizaciones.* Se examina el comportamiento del mercado del activo en cuestión y se procede, generalmente, como sigue:

1. *Determinación del intervalo de contratación a analizar* y selección de aquellos miembros del mercado que hayan tenido una participación más activa en el periodo.
2. *Selección de las operaciones que hayan podido tener un mayor impacto en los precios* y obtención de los titulares de las mismas.
3. *Análisis de los vínculos* que pudieran existir entre el comportamiento de los precios y determinadas circunstancias que hayan afectado al valor, producto o índice.

Consecuencias de una investigación.

Concluida una investigación de la UVM, la CNMV toma alguna de las siguientes decisiones en función de la apreciación global de los hechos y de las conductas observadas :

- *Cierre de la investigación*, que tiene lugar en aquellos casos en que no se detectan conductas o prácticas contrarias al ordenamiento regulador del mercado de valores.
- *Envío de una comunicación a la persona o entidad interesada* señalando, según proceda, la existencia de determinadas deficiencias organizativas o la realización de prácticas que no se acomodan a las buenos usos de los mercados de valores. En estos casos se suele solicitar al destinatario de la comunicación que dé lectura a la misma en el Consejo de Administración (cuando se trata de una sociedad) y que informe en un plazo determinado a la CNMV de las medidas adoptadas para subsanar las deficiencias detectadas.

En este punto, las actuaciones más destacadas durante 1997 han sido las siguientes :

- A dos sociedades de valores y bolsa (S.V.B.) y a una entidad bancaria se le pusieron de manifiesto determinadas deficiencias detectadas en la llevanza de los registros obligatorios a que se refiere el R.D. 629/1993 sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios.
- A una entidad bancaria, tres S.V.B. y una agencia de valores y bolsa (A.V.B.) se les recomendó modificar sus respectivos reglamentos internos de conducta, en el sentido de fijar un régimen específico para la adquisición y enajenación de valores adquiridos por el personal perteneciente a sus respectivas organizaciones. Lo que se trata de evitar es que los operadores de las firmas reseñadas realicen operaciones con valores respecto de los que las sociedades en las que prestan sus servicios, intermedian transacciones o desempeñan determinado papel en operaciones como OPA/OPV. Se asegura así, además, el cumplimiento de determinados principios básicos en los mercados de valores (prioridad de intereses de la clientela, prohibición de utilizar información privilegiada...) a la par que se promueve la equiparación de las normas de conducta aplicables a las entidades

mencionadas, con las de aquellas otras que, por ser más sensibles a esta materia, contaban ya desde la entrada en vigor del R.D. 629/1993 con disposiciones internas de naturaleza similar.

- A un emisor de valores, que tenía una participación de control en otra sociedad cotizada, se le solicitó la adopción de medidas internas a fin de evitar en el futuro que dicho emisor transmitiera de forma directa a su sociedad participada parte de las acciones representativas de aquella participación, ya que dicha operación produjo como resultado inmediato la generación de autocartera para esta última entidad ; autocartera que además en este caso resultó ser amortizada con posterioridad a la adquisición. Al miembro del mercado que intermedió la operación anterior, se le solicitó igualmente la adopción de cautelas que evitaran la reiteración de esta práctica en el futuro.

- *En supuestos de particular gravedad o especial complejidad, envió de una comunicación a la persona o entidad interesada, en la que se ponen de manifiesto los hechos o conductas observados y la valoración que de los mismos hace la CNMV. Una vez que se reciben y analizan las alegaciones de la persona o entidad receptora de la comunicación, se decide si procede o no la apertura de un procedimiento sancionador.*

Cuadro 9.1

ACTUACIONES DE LA UNIDAD DE VIGILANCIA DE LOS MERCADOS EN 1997

	Número
Investigaciones realizadas	38
.....	
Información privilegiada	20
Manipulación cotizaciones	14
Otras	4
Requerimientos ¹	1.025
.....	
Obtención titularidades	909
Obtención círculo iniciados ²	41
Obtención información	58
Carta recomendación	17
Visitas realizadas ³	51
.....	
Tomas de declaración ⁴	35
.....	

¹ Peticiones al SCLV, entidades adheridas, miembros del mercado y reguladores extranjeros.

² Peticiones a emisores, asesores legales y financieros y otros participantes en operaciones corporativas.

³ Visitas a miembros del mercado, entidades adheridas y emisores, principalmente.

⁴ A particulares y representantes de miembros del mercado, entidades financieras y emisores.

La actuación de la Inspección

Durante 1997 se han tramitado 23 expedientes sancionadores, nueve de ellos iniciados en ejercicios anteriores, con un total de 45 infracciones objeto de tratamiento.

La CNMV ha realizado un notable esfuerzo para agilizar la tramitación de los expedientes, en respuesta a un objetivo fijado a finales del año anterior dentro del más escrupuloso respeto de las garantías y plazos para el ejercicio por los interesados de sus

derechos de defensa. Se puede concluir que dicho objetivo se ha cumplido razonablemente, puesto que, al cierre de 1997, resta por concluir la tramitación de sólo 8 expedientes, el más antiguo de los cuales fue incoado a finales del mes de julio de 1997.

En comparación con el ejercicio anterior, se ha reducido el número de expedientes sancionadores. Los motivos son, principalmente, dos. En primer lugar, los incumplimientos de solvencia, liquidez y de carácter contable de las empresas de servicios de inversión, que habían llegado a constituir en el pasado un elemento de atención prioritaria, han desaparecido prácticamente, reflejando tanto el buen momento del sector como una creciente profesionalidad de sus administradores.

En segundo lugar, la propia CNMV ha decidido dirigir su atención hacia las normas de conducta que deben respetar todas aquellas entidades y personas que actúan en los mercados de valores. El respeto de las normas de conducta garantiza una efectiva protección de los inversores y constituye un elemento de calidad esencial para reforzar la imagen y la posición competitiva de nuestro mercado de valores.

El mayor peso de las infracciones de las normas de conducta se tradujo en una mayor diversidad de las infracciones contempladas en los expedientes. De las 45 tramitadas, 18 lo fueron en materia de manipulación de precios, información privilegiada o reservada, ausencia de murallas chinas, suministro de información incorrecta al mercado y violación del principio de prioridad de los intereses del cliente. De éstas, las incluidas en expedientes abiertos durante el ejercicio (14) han sido superiores en número a otros años gracias a la contribución de la nueva Unidad de Vigilancia de los Mercados.

Intermediarios no registrados

La CNMV ha continuado en el pasado ejercicio la labor de detectar y reprimir la actuación de intermediarios no registrados, vulgarmente conocidos como “chiringuitos financieros”, altamente lesivos para los inversores y para la buena imagen de nuestro mercado de valores.

Así, durante 1997 han sido detectadas e investigadas 40 entidades no registradas que desarrollaban actividades presumiblemente sujetas a la supervisión de la CNMV. Es de destacar que, en un gran porcentaje de los casos, el mero inicio de las actuaciones de inspección trae consigo el que las entidades investigadas cesen en su irregular actividad. Consciente de que esto resulta ser en definitiva lo más provechoso para el interés de los inversores, la CNMV ha acentuado su esfuerzo para detectar la presencia de estas empresas tan pronto inician sus actividades.

De las investigaciones realizadas ha resultado la formulación de cargos contra cuatro entidades y sus administradores por realización de actividades no permitidas. Igualmente, se han impuesto multas a otras cuatro entidades y sus administradores. Por otra parte, en 10 de los casos inspeccionados se observaron indicios de que las actividades de las entidades podían revestir carácter delictivo, por lo que los hechos fueron puestos en conocimiento de la unidad de la policía con la que la CNMV mantiene enlace y de la autoridad judicial, a los que se continuó prestando auxilio en su función.

Durante el desarrollo de las actuaciones inspectoras se ha apreciado que algunas entidades ofrecen, con promesas de alta rentabilidad, productos distintos de los valores cuyas características debieran inducir a una cuidadosa consideración a cualquier inversor prudente antes de contratarlos. Entre estos productos se cuentan supuestas operaciones a corto plazo sobre divisas, inversiones en la explotación comercial de animales como emus o avestruces, operaciones singulares de financiación hipotecaria, etc.

Se ha observado, igualmente, la aparición de entidades no registradas que aseguran estar habilitadas para la comercialización en nuestro país de opciones y futuros negociados en mercados extranjeros mediante supuestos contratos de representación o comercialización con intermediarios autorizados en otros países. Esta aseveración no es, por sí misma, una garantía de que la entidad esté legalmente habilitada para actuar en nuestro país.

Cuadro 9.2

ACTUACIONES DE LA DIVISION DE INSPECCION EN 1997

	1997	1996		
1. Requerimientos.....	2.054	1.456		
2. Infracciones objeto de apertura de expediente				
-Muy graves.....	18	20		
-Graves.....	3	9		
-Leves.....	-	2		
3. Expedientes concluidos				
-Infracciones muy graves.....	25	82		
de 1995.....	4	73		
de 1996.....	16	9		
de 1997.....	5	-		
-Infracciones graves	6	45		
de 1995.....	1	38		
de 1996.....	2	7		
de 1997.....	3	-		
-Infracciones leves	1	3		
de 1995.....	-	2		
de 1996.....	1	1		
de 1997.....	-	-		

INFRACCIONES MUY GRAVES	Abiertos		Cerrados	
	1997	1996	1997	1996
I. Manipulación de precios.....	5	-	2	-
II. No declaración de participaciones significativas.....	-	1	6	1
III. Realización de actividades no permitidas.....	4	6	5	12
IV. Simulación de transferencias.....	-	1	5	5
V. Información privilegiada.....	6	1	1	-
VI. Incumplimiento de coeficientes.....	-	1	1	3
VII. Ocultación de hechos relevantes.....	1	0	1	1
VIII. Incumplimiento Ley Soc. Anónimas.....	2	0	2	3
IX. Incumplimiento normativa general del mercado de valores.....	-	4	1	26
X. Incumplimiento normativa general de las IIC.....	-	-	1	-
XI. Elusión OPA.....	-	2	-	2
XII. Irregularidad contable.....	-	2	-	25
XIII. Obstrucción a la actuación inspectora.....	-	-	-	1
XIV. Emisiones no registradas.....	-	-	-	1
XV. Incumplimiento requisitos de autorización.....	-	-	-	2
XVI. Suministro información engañosa.....	-	2	-	-

INFRACCIONES GRAVES	Abiertos		Cerrados	
	1997	1996	1997	1996
I. Murallas chinas.....	1	-	1	-
II. Irregularidad contable.....	-	1	1	3
III. Violación ppio prioridad intereses cliente.....	-	1	2	3
IV. Incumplimiento normativa órdenes y registro de operaciones.....	1	2	1	1
V. Información reservada.....	1	-	1	-
VI. Realización actividades no permitidas.....	-	-	2	-
VII. Incumplimiento de coeficientes.....	-	2	-	5
VIII. No comunicación de autocartera.....	-	-	-	1
IX. Incumplimiento normativa general del mercado de valores.....	-	3	-	30

INFRACCIONES LEVES	Abiertos		Cerrados	
	1997	1996	1997	1996
I. Incumplimiento normas de conducta.....	1	1	-	-
II. Incumplimiento normativa general del mercado de valores.....	-	1	-	3

SANCIONES IMPUESTAS				1997			1996		
				Número	Importe	Período	Número	Importe	Período
I.	Multas.....	37	1.195.834.954 pts.	-	179	901.931.415 pts.	-		
II.	Inhabilitación de administradores.....	6	-	30 años	20	-	154 años		
III.	Limitación de actividades.....	1	-	1 año	-	-	-		
IV.	Amonestaciones.....	2	-	-	8	-	-		
V.	Revocaciones de autorización.....	2	-	-	7	-	-		

Criterios de interés en la resolución de expedientes sancionadores

I: Manipulación de cotizaciones. Prácticas contempladas en el apartado i) del artículo 99 vs. las contempladas en la letra a) del artículo 80 de la Ley del Mercado de Valores.

I.a. Los elementos del apartado i) del artículo 99.

La Comisión ve con la máxima preocupación las prácticas que puedan afectar a la correcta formación de los precios en el mercado de valores, precios que deben responder exclusivamente a la libre concurrencia de la oferta y la demanda para que sean reales, correctos y justos. En definitiva, se trata de defender un mercado libre y abierto - eficiente en consecuencia - en el que se llegue a precios sobre la base del consenso de los compradores y vendedores de buena fe.

En relación con ello, durante 1997 se ha avanzado, tanto a través de la tramitación de expedientes, como mediante el envío de una Carta Circular, la número 5/1997, en el difícil campo de la definición de los distintos elementos que configuran la manipulación de cotizaciones.

Un aspecto que parece esencial es el de distinguir las conductas que se engloban bajo el apartado i) del artículo 99, de aquéllas que podrían subsumirse en el supuesto planteado en la letra a) del artículo 80, ya que, aunque se trata de dos preceptos que aparentemente representan tipos de conducta similares, su represión merece un tratamiento muy diferente. Así, “el desarrollo de prácticas dirigidas a falsear la libre formación de los precios en el mercado de valores” - artículo 99 apartado i) -, se sanciona como infracción muy grave, mientras que “provocar, en beneficio propio o ajeno, una evolución artificial de las cotizaciones” - artículo 80 letra a) -, sólo se sanciona como grave.

La apreciación del tipo de conducta contenido en el apartado i) del artículo 99, según lo entiende la CNMV, exige el desencadenamiento deliberado de un proceso que tiene como finalidad el alterar el mecanismo de libre formación de precios. Siendo ello así, parece lógico también que el apartado i) del artículo 99 conlleve también, de facto, la producción de daños reales en el mercado.

La Orden Ministerial de 23 de octubre de 1997

En este sentido, la Orden Ministerial de 23 de octubre de 1997 sanciona a una entidad extranjera por realizar el día 27 de diciembre de 1995, y durante los últimos segundos de la sesión, ventas masivas de títulos que conforman el índice Ibex-35 con la finalidad de bajar el precio de cierre lo más posible. Los hechos a que dicha Orden se refiere, venían integrados por la actuación de una entidad que, debiendo proceder a la liquidación de una operación de “permuta financiera” - contratada como medio de aseguramiento de la rentabilidad de un fondo garantizado referenciada al índice Ibex-

35 - procedió, una vez hubo vendido en la sesión bursátil la mayoría de los valores adquiridos en su día para la cobertura del riesgo derivado de aquélla operación, a realizar prácticas (ventas masivas de valores al cierre de la sesión y en contra de la lógica económica) con la intención de provocar un precio de cierre del índice Ibex-35, lo más bajo posible.

En relación con dichos hechos, la Orden fundamenta la existencia de una infracción del artículo 99 i) al apreciar, tanto la existencia de una relación causa-efecto entre la actuación de la entidad - ventas de cestas de contado sobre el Ibex-35 - y la importante bajada que se

produjo en el precio de cierre del citado índice, como que dicha relación fue producto de una actuación por parte de la entidad que no respondía a una legítima finalidad desinversora, sino al interés de fijar un determinado precio a la baja que le permitiera maximizar un beneficio por diferencia entre el precio obtenido en la previa venta de los valores mantenidos en cobertura del riesgo derivado de la operación de permuta financiera, y la liquidación de ésta. En definitiva, los hechos ponían de manifiesto la clara intención de fijar un determinado precio a la búsqueda de un beneficio particular en la liquidación de una operación extrabursátil.

El criterio de la Audiencia Nacional

La específica intención que requiere el tipo, junto con la especial gravedad de la conducta han sido también admitidas en los mismos términos en los que la CNMV las planteó por las sentencias de la Audiencia Nacional de 16 de abril, 29 de septiembre y 21 de octubre de 1997, por las sentencias de la Audiencia Nacional de 16 de abril y 29 de septiembre de 1997, relativas a la manipulación de precios de las acciones de una sociedad emisora realizada por ella misma y por sociedades pertenecientes a su grupo financiero, así como la sentencia de 21 de octubre de 1997, relativas a una manipulación de precios de las acciones de una sociedad emisora realizada por una sociedad de valores que, controlando el cien por cien de la negociación en una de las bolsas, y el setenta por ciento en otra, fijó el precio mediante la utilización de personas físicas y jurídicas vinculadas a ella y a sus directivos. El Tribunal confirma que la existencia de la infracción del artículo 99 i) no exige un fin ilícito, sino “la realización de unas prácticas que tengan el designio de falsear la libre formación de los precios, de manera que el hecho de que se falsee la libre formación de precios con una finalidad posterior no sancionable, no exime de responsabilidad. La infracción se consume, en consecuencia, cuando las prácticas en cuestión logran que se forme el precio del valor fuera del libre juego de la oferta y la demanda”.

En las mencionadas sentencias se considera que constituye prueba de la intencionalidad la masiva intervención de la emisora en la contratación del valor que llegó a superar la mitad de la contratación en algunos días del período analizado, lo que permitió la creación de un precio falso en la medida en que la emisora consiguió, mediante su actuación deliberada y dirigida a ese objetivo, neutralizar e invertir la tendencia natural del mercado. Asimismo, al igual que la Resolución de la CNMV, consideran que constituyó prueba del carácter doloso y deliberado de la conducta el hecho de que la emisora actuó con desconocimiento del mercado, interviniendo en la contratación a través de sociedades instrumentales que en ningún momento revelaron sus relaciones con aquélla. En relación con todo ello, se señala textualmente que dichos hechos “crearon una apariencia artificial de mercado que a su vez generó un precio artificial que incitó a otros a negociar el título a dicho precio”.

I.b. Los elementos del apartado a) del artículo 80

La CNMV entiende que la consumación del tipo de conducta previsto en la letra a) del artículo 80 presenta caracteres diferenciados del anterior. En primer lugar, no debe olvidarse que este precepto se sitúa dentro del capítulo de normas de conducta, por lo que parece claro que se trata de un precepto dirigido fundamentalmente a intermediarios y demás profesionales del mercado, y no al resto de entidades que pudieran actuar en aquél - ejemplo: empresas cotizadas - a diferencia del anterior que se aplica con generalidad.

Por otro lado, a diferencia de la intencionalidad que conlleva el apartado i) del artículo 99, aquí se trata de sancionar comportamientos negligentes tomando como baremo la especial diligencia que debe mostrar quien posee una especial cualificación profesional. En definitiva, se

trata de reprobar determinadas conductas que, aunque no se realizaron con la finalidad de provocar una evolución artificial de las cotizaciones, fueron desarrolladas por personas o entidades que, debido a su especial cualificación, se encontraban en situación de prever que el resultado no deseado podría producirse y a las que, por tanto, puede exigírseles una actuación diferente.

La letra a) del artículo 80 se sitúa, por tanto, dentro de un capítulo que pretende evitar comportamientos negligentes en el mercado por parte de los profesionales que actúan en ellos, y se configura como una infracción de mero riesgo, que no exige tampoco la producción del resultado para su consumación.

Precisamente en esa línea, la Carta Circular 5/97 de fecha 3 de abril de 1997, recordaba que ciertas prácticas, tales como la introducción de órdenes, tanto en el período de ajuste como en el de cierre, podrían afectar al proceso de formación del precio de algunos valores y ser consideradas como infracción grave de las previstas en la letra a) del artículo 80. Se trata, en definitiva, de prácticas que no deben ser realizadas por quienes vienen obligados a salvaguardar, por encima de sus propios intereses, los de sus clientes y los del mercado en general.

II. Responsabilidad exigible a las personas físicas

II.a. Principios generales

La Ley del Mercado de Valores, inspirada en su redacción original en los principios que configuraron la Ley de Intervención y Disciplina de las entidades de crédito, consideró como sujeto infractor por excelencia a las personas jurídicas y previó solamente en dos casos la sanción a las personas físicas: cuando hubiesen actuado por cuenta propia o, excepcionalmente, por cuenta de una entidad supervisada, exigiéndose en este último caso la responsabilidad con carácter derivado de la que con carácter principal se derivaba frente a la persona jurídica. Posteriormente, a partir de la entrada en vigor de la normativa contenida en la Ley 3/1994 de 14 de abril, se modificó el esquema anterior y personas físicas y jurídicas quedaron en situación de igualdad a los efectos de la aplicación del régimen sancionador.

Ante esta nueva situación, la CNMV, a través de la tramitación de diversos expedientes sancionadores, ha intentado fijar los criterios para determinar cuándo, una vez consumada la infracción, el reproche debe ir dirigido a la persona física, y cuándo a la persona jurídica. Con carácter general se parte del principio de que pudiendo sancionarse a ambos, no es necesario, sin embargo, la sanción acumulativa, pudiendo por tanto, en función de las circunstancias del caso, sancionarse a uno u a otro, o a ambos. No siendo necesaria la aplicación acumulativa de sanciones, la CNMV ha considerado lógico mantener el principio ya recogido en la redacción original de la Ley, es decir, aplicar primero la exigencia de responsabilidad a la persona jurídica y exigir la responsabilidad a las personas físicas cuando concurren circunstancias especiales.

II.b. La distinta exigencia de responsabilidad según la gravedad de la infracción

La apreciación de esas circunstancias especiales que implican la responsabilidad debe buscarse en la especial gravedad de la infracción y en el carácter doloso de la conducta. Ello quiere decir que, cuando la tipificación de la infracción revista meramente el carácter de leve o grave no procederá, en general, la aplicación de sanciones a las personas físicas, limitándose éstas a la persona jurídica, salvo que en su comisión se aprecie un especial dolo. Por el contrario la comisión de una infracción tipificada como muy grave traerá consigo la exigencia

de responsabilidad a la persona física - además de la exigible a la jurídica -, salvo que pueda probarse que se actuó sin dolo.

II.c. Aplicación en casos concretos

La cuestión ha sido planteada en la Resolución de fecha 21 de mayo de 1997 donde, tratándose de un suministro incorrecto de información a la CNMV, producido en ausencia de dolo y tipificado como infracción grave, se consideró que no procedía exigencia adicional de responsabilidad a ninguna persona física. Los hechos tratados en esta Resolución se producen en un contexto en el que existían rumores en los medios de comunicación sobre una muy relevante operación sobre valores. La CNMV requirió a la entidad emisora implicada la puesta a disposición del público de la información relevante sobre la citada operación, confirmando o desmintiendo aquellos rumores. La sociedad requerida suministró una información que se demostró incompleta, provocando una irregular y peligrosa situación de asimetría en la información entre los agentes del mercado. No obstante quedó demostrado igualmente que el citado suministro de información incompleta se produjo sin mediar intención de engaño por parte de los administradores y directivos de la sociedad, que ante un conflicto de intereses entre la transparencia de la información a suministrar y la confidencialidad para no poner en peligro la operación, optaron por este último. Se apreció en esta conducta de los administradores, y al margen de la responsabilidad institucional de la entidad, falta de la diligencia debida pero en un leve grado que no merecía reproche para ellos.

La Orden Ministerial de 23 octubre de 1997

En la misma línea de argumentación que la expuesta en el párrafo anterior, la Orden Ministerial de 23 de octubre de 1997 excluyó la exigencia de responsabilidad a las personas físicas ya que, aunque la práctica se calificaba de muy grave, las circunstancias concurrentes en las distintas personas intervinientes no permitió la apreciación de dolo en las conductas. En el asunto tratado en el expediente finalizado con esta Orden Ministerial, aún cuando los hechos se calificaron como infracción muy grave por tratarse de manipulación de precios en el mercado de valores, no se formularon cargos contra los administradores y directivos de la entidad implicada al considerarse que no hubo por su parte una conducta dolosa. Los hechos constitutivos de la infracción resultaban imputables directamente y en exclusiva a operadores de la entidad que, con su actuar, provocaron la responsabilidad institucional de la misma.

III. Información de sociedades emisoras y mercados de valores

III.a. Principios generales

Muchas de las obligaciones y deberes jurídicos que se derivan de las normas del mercado bursátil giran en torno a las ideas de "*información*" y "*publicidad*". En virtud del principio de "*información*", todas las entidades emisoras que ofrecen valores al público para su negociación en los mercados, están obligadas a proporcionar una información fidedigna, suficiente, efectiva y actualizada, que sirva como instrumento de protección de los inversores, para asegurar que éstos asumen los riesgos inherentes a sus inversiones en valores con conocimiento de causa.

Además, la información ha de ser igual y contemporánea para todos, evitando así un trato discriminatorio. De este modo, el principio de información conecta con el de igualdad, y

en concreto con su consecuencia más notoria: la prohibición del uso de información privilegiada, y la obligación de prevenir y evitar situaciones de riesgo de dicho uso. Es obvio que una no información, o una incorrecta información, genera contextos de potencial uso de información privilegiada para los tenedores de la información real, poniéndose en peligro el que el mercado de valores se desarrolle en condiciones de lealtad y honestidad.

Estas obligaciones de información no son puramente formales, sino esenciales, y no pueden ser obviadas o cumplidas sólo aparentemente con información de mínima cantidad o calidad, o suministrada fuera del plazo establecido.

III.b. Hechos relevantes. Necesidad de que la información comunicada sea completa y veraz

Dentro de este contexto de suministro de información financiera al mercado por parte de las sociedades emisoras, juega un importantísimo papel la comunicación de los llamados “hechos relevantes”. En la vida de las empresas se producen hechos o acontecimientos que pueden afectar sustancialmente a sus estados financieros, perspectivas de rentabilidad o, incluso, a la orientación del proyecto empresarial. Dichos hechos, al incidir en la apreciación que el mercado pueda tener de una compañía, influyen en consecuencia en el precio de los valores cotizados.

La CNMV viene entendiendo, y así ha quedado plasmado en la ya mencionada Resolución de fecha 21 de mayo de 1997, que las sociedades emisoras deben de informar amplia y puntualmente al mercado acerca de ellos, buscando el garantizar que todos los agentes puedan disponer de la misma información y en el mismo momento, así como el evitar que dichos hechos sean objeto de rumores o uso parcial o interesado. Junto a ello, y ante la posible existencia de hechos que, pudiendo influir sobre la valoración de los títulos de sociedades emisoras, no pueden ser divulgados todavía por formar parte de planes estratégicos o proyectos no acordados o ultimados definitivamente, la Ley impone a cualquiera que disponga de la información, la obligación de confidencialidad sobre los citados hechos.

Ahora bien, como señala la Resolución de 21 de mayo, rota la confidencialidad de una información relevante, sea por la causa que sea, la CNMV puede hacer uso de las facultades de solicitud de información adicional que la propia Ley le concede, no pudiendo, los receptores de dicha solicitud, invocar el deber de confidencialidad para no suministrar la información requerida, sino que, por el contrario, deben suministrar la información completa, poniendo en poder de la CNMV, todos los hechos y datos necesarios para que este organismo pueda decidir, con conocimiento de causa, que información ha de hacerse pública. Y todo ello porque la facultad de decidir si una información ha de hacerse pública, corresponde a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y no a las sociedades emisoras.

III.c. Aplicación en casos concretos

En el ejercicio de la función sancionadora, la CNMV ha venido considerando que, las acciones y omisiones por parte de sociedades emisoras que vulneran estas exigencias de la información a suministrar, son prácticas susceptibles de ser tipificadas, fundamentalmente, como infracción muy grave del artículo 99 ñ) o como infracción grave del artículo 100 j), ambos de la Ley del Mercado de Valores.

A este respecto, la CNMV sigue el criterio, de acuerdo a una interpretación literal y tautológica de las normas, de entender como infracción muy grave las conductas llevadas a cabo con dolo y manifiesta intención de provocar engaño en los receptores de la información

suministrada, calificando como infracción grave aquellas conductas en las que sólo sea apreciable culpa a título de negligencia .

Por ello, en la mencionada Resolución de fecha 21 de mayo de 1997 se consideró que la conducta de la sociedad emisora imputada constituía una infracción grave, al resultar probado que suministró al mercado, a requerimiento de la CNMV, una información incompleta y no suficientemente clara, si bien no medió dolo o intención de engaño sino simplemente un ineficaz y negligente comportamiento de sus órganos de administración y dirección. Todo ello por que la sociedad en cuestión se encontró, cuando la Comisión le solicitó un comunicado con la información sobre sus planes y decisiones de inversión, en una situación que parecía de conflicto de intereses; de un lado, los derivados de las exigencias de inmediatez y transparencia de las obligaciones de información contenidas en la Ley del Mercado de Valores, y de otro, los relativos a la confidencialidad y cautela que deben presidir el proceso de toma de decisiones estratégicas de interés público. Y en dicha coyuntura tomó una decisión, equivocada e inadecuada, no informando a la Comisión de unos planes con los que sí contaba, cuando le era exigible facilitar información clara y completa, poniendo en conocimiento de dicho organismo el posible conflicto de intereses para que éste decidiera la mejor solución para resolverlo.

IV. Información privilegiada y reservada. Murallas chinas

IV.a. Principios generales

En todos los ordenamientos y en todos los momentos, las medidas para prevenir, evitar y reprimir la utilización abusiva o desleal de la información privilegiada y reservada en los mercados de valores han sido fundamentales para reforzar su seriedad y transparencia. En un momento como el actual, en el que los mercados de valores españoles deben imponerse al reto de la Unión Europea y la moneda única, la importancia de estas medidas se multiplica.

La Comisión tiene el criterio de que, en la consecución de este objetivo, los profesionales de los mercados de valores deben de contribuir de manera relevante y activa, implantando un reglamento interno con normas de conducta apropiadas a los riesgos a cubrir, explicándolas a sus directivos y empleados, así como supervisando su cumplimiento.

La Comisión entiende que se debe exigir especial responsabilidad a aquellas personas y entidades que no adopten las necesarias medidas para imponer en su seno unas normas de conducta destinadas a evitar y prevenir el flujo incontrolado o la utilización abusiva o desleal de información, no las respeten, o no las hagan respetar.

La Comisión, ha tenido oportunidad de aclarar, durante 1997, los principios que informan la redacción de los artículos 81, 82 y 83 de la Ley y que fueron dictados con la finalidad tanto de salvaguardar el uso de la información reservada, como de sancionar la posible utilización de información privilegiada. Tal aclaración se ha producido a través de la Resolución de fecha 11 de junio de 1997 y de la publicación de la Carta Circular 10/97, de fecha 21 de julio de 1997.

IV.b. Aplicación en casos concretos

La mencionada Resolución recuerda que el artículo 81.2 de la Ley del Mercado de Valores impone, como principio general aplicable a cuantas personas y entidades se relacionan en el mercado de valores, un deber de total abstención de realizar determinadas conductas cuando se está en posesión de información privilegiada, entendiendo por tal, toda información de carácter concreto, que se refiera a uno o varios emisores de valores o a uno o varios

valores, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría o habría podido influir de manera apreciable sobre la cotización de ese o de esos valores.

Además del principio general señalado en el artículo 81.2 de la Ley del Mercado de Valores que impone el deber de total abstención a cuantos disponen de alguna información privilegiada, los artículos 81.1 y 83 exigen a quienes actúan en los mercados y, en especial, a las entidades de crédito o de valores, otras obligaciones más amplias que, por una parte, tratan de evitar la utilización abusiva o desleal de la información reservada y, por otra, garantizar la autonomía en las distintas decisiones de inversión, impidiendo la aparición de los denominados conflictos de intereses.

De esta manera, mientras que sobre todos los que actúan en los mercados de valores planea el deber de abstenerse de operar cuando se disponga de una información privilegiada, recae además sobre las entidades la exigencia legal de establecer los medios necesarios para evitar la existencia de conflictos de intereses y para impedir la utilización abusiva o desleal de la información reservada. El concepto de información reservada está íntimamente relacionado con el secreto profesional, que incluye toda la información de naturaleza confidencial, es decir, la no pública facilitada a un profesional del mercado de valores y derivada de su propia actividad.

Así, el artículo 81.1 de la Ley del Mercado de Valores impone, la obligación de salvaguardar la información privilegiada y reservada a la que se hubiese tenido acceso, impidiendo su utilización abusiva o desleal, y exigiendo además un comportamiento claramente positivo al sancionar conductas de carácter omisivo, como la falta de comunicación de los casos en que hubiera tenido lugar, o la falta de adopción de medidas tendentes a corregir las consecuencias derivadas del mencionado incumplimiento.

Por su parte, el artículo 83 de la Ley del Mercado de Valores exige que todas las entidades que actúan o prestan asesoramiento sobre inversión en los mercados de valores, están obligadas a establecer barreras de información - comúnmente denominadas "murallas chinas" - que impidan el flujo no controlado o la utilización indebida de cualquier información privilegiada o reservada entre los distintos sectores de actividad de la entidad, previamente separados, de forma que cada función se ejerza de manera autónoma y se eviten conflictos de interés. Igualmente están obligados a garantizar que, en cada sector, las decisiones de invertir o desinvertir se tomen por directivos encuadrados dentro de la muralla china y no contaminados por información privilegiada o reservada.

En consecuencia, resulta indispensable y exigible que las entidades diseñen e impongan unas normas de conducta que restrinjan el flujo de información entre los distintos sectores de actividad y garanticen que las decisiones se adopten autónomamente, tal y como se señala en la Carta Circular 10/1997 ya mencionada.

La Resolución de 11 de junio de 1997

Los hechos tratados en la Resolución de 11 de junio de 1997 se refieren a una situación en la que una entidad de crédito disponía de información relevante sobre el proyecto de una muy significativa operación sobre valores, información que, sin llegar a ser privilegiada por carecer de la exigida concreción, sí era de naturaleza reservada por haberla recibido en el marco de su condición de entidad actuante en el mercado de valores y, por tanto, sujeta a los deberes que se derivan del secreto profesional. Siendo así, la entidad procedió a adquirir acciones de una de las sociedades emisoras implicadas en la operación, concurriendo que las compras fueron ordenadas por un directivo que disponía de aquella información reservada. La Resolución da por acreditado que la

entidad expedientada carecía de los exigibles procedimientos de “murallas chinas” para impedir en su seno, tanto el flujo incontrolado de información relevante, como que las decisiones de inversión se encuentren contaminadas por ella. Del mismo modo, resultó acreditado que la entidad, en ausencia de dichos procedimientos establecidos con carácter general, tampoco aplicó al efecto un procedimiento idóneo para la salvaguarda de la información recibida, lo cual hizo posible su indebido uso. Por último, se apreció que la entidad no procedió tampoco a tomar las medidas necesarias para paliar las consecuencias desfavorables que aquel uso produjo.

Cooperación internacional en el área de inspección

La creciente internacionalización de las actividades en valores exige una coordinación cada vez más estrecha entre las autoridades nacionales supervisoras. Esto es particularmente cierto en el área de inspección, donde es cada vez más frecuente la cooperación internacional, propulsada por los criterios establecidos en la Organización Internacional de Comisiones de Valores - IOSCO - y por la suscripción de acuerdos bilaterales.

Durante 1997 se ha intensificado la asistencia mutua entre la CNMV y las autoridades de otros países en esta materia. Dicha asistencia se ha concretado en el intercambio de información útil para las actuaciones de inspección, algunas de las cuales se han iniciado precisamente a raíz de la detección en la CNMV de actuaciones irregulares en nuestro país por parte de entidades no residentes.

La cooperación internacional ha sido particularmente fructífera en tres áreas :

En las labores de persecución de las actividades irregulares de intermediarios no registrados, algunos de los cuales actúan simultáneamente en varios países

En la investigación de conductas de manipulación del precio de los valores y utilización de información privilegiada, en las que los presuntos infractores operaban desde territorio distinto al de localización de los mercados.

En la colaboración con las autoridades encargadas de luchar contra las operaciones de blanqueo de capitales, en las que se advierte la intervención de entidades y personas pertenecientes a estructuras con implantación internacional.

RESOLUCION DE EXPEDIENTES SANCIONADORES EN 1997

Referencia	Resoluciones
(1/97)	<u>Resolución del Consejo de la CNMV de 22 de enero de 1997.</u> Resuelve sobre el presunto incumplimiento, por una sociedad de inversión mobiliaria, de normas reguladoras de las inversiones de las instituciones de inversión colectiva, así como sobre la no comunicación de participaciones significativas por varios de sus partícipes. Declara la no existencia de las infracciones imputadas (arts. 32.4 b) y e) de la L.R.I.I.C.)
(2/97)	<u>Resolución del Consejo de la CNMV de 29 de enero de 1997.</u> Resuelve sobre la presunta realización, por varias personas físicas, de actos fraudulentos que implican la simulación de transferencia de la titularidad de ciertos valores, así como sobre la presunta violación, por una de ellas, del principio de prioridad de los intereses del cliente. Declara la no existencia de una de las infracciones imputadas (art. 99 s) de la L.M.V.). Impone una multa de 20 millones de pesetas (art. 100 a) de la L.M.V.)
(3/97)	<u>Resolución del Consejo de la CNMV de 30 de abril de 1997.</u> Resuelve sobre el presunto incumplimiento, por parte de una entidad gestora de deuda pública en anotaciones en cuenta, y en relación con su actividad como tal entidad gestora, de las normas que regulan el modo en que deben llevarse los registros de órdenes sobre operaciones. Impone multas por tres millones de pesetas (art. 100 c) de la L.M.V.).
(4/97)	<u>Orden Ministerial de 21 de mayo de 1997.</u> Resuelve sobre el presunto incumplimiento, por parte de una entidad gestora de deuda pública en anotaciones en cuenta, y en relación con su actividad como tal entidad gestora, de las normas que regulan sus relaciones con el registro del Servicio Telefónico del mercado de dinero del Banco de España. Impone multas por siete millones de pesetas (art. 99 g) de la L.M.V.)
(5/97)	<u>Resolución del Consejo de la CNMV de 21 de mayo de 1997.</u> Resuelve sobre el presunto incumplimiento, por una sociedad emisora, de la obligación de comunicar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores información preceptiva con arreglo a la Ley del Mercado de Valores. Impone una multa de 300 millones de pesetas (art. 100 j) de la L.M.V.).
(6/97)	<u>Resolución del Consejo de la CNMV de 11 de junio de 1997.</u> Resuelve sobre los presuntos incumplimientos de una entidad relativos, de un lado, a la incorrecta llevanza del registro de operaciones y del archivo de justificantes de órdenes, y de otro, a no haber dispuesto ni aplicado procedimientos y normas de carácter interno para asegurar que la información reservada derivada de las distintas actividades en los diversos sectores de la entidad, no se encontrara al alcance del resto de los mismos (“murallas chinas”), ni haber impedido, subsanado ni denunciado la incorrecta utilización de dicha información reservada. Impone multas por 85 millones de pesetas y una pensión de limitación de entidades por un año (art. 100 c), n) y r) de la L.M.V.)
(7/97)	<u>Resolución del Consejo de la CNMV de 24 de julio de 1997.</u> Resuelve sobre la presunta vulneración, por una sociedad gestora de carteras, tanto del principio de prioridad de los intereses del cliente, como de las normas de conducta legalmente establecidas. Impone multas por 33 millones de pesetas (arts. 100 n) y 101 de la L.M.V.).
(8/97)	<u>Resolución del Consejo de la CNMV de 29 de julio de 1997.</u> Resuelve acerca de la presunta realización, por una entidad, de prácticas dirigidas a falsear la libre formación de los precios en el mercado de valores. Declara la no existencia de la infracción imputada (art. 99 i) de la L.M.V.).
(9/97)	<u>Orden Ministerial de 1 de agosto de 1997.</u> Resuelve acerca de la presunta realización por dos sociedades, sin estar habilitadas, de la actividad consistente en la recepción y transmisión de órdenes de inversores. Impone multas por 37 millones de pesetas (art. 99 q) de la L.M.V.).
(10/97)	<u>Orden Ministerial de 4 de septiembre de 1997.</u> Resuelve sobre la presunta realización, por una sociedad gestora de carteras, tanto de actividades no permitidas como de operaciones sobre valores que implican simulación de las transferencias de la titularidad de los mismos. Impone multas por cuatro millones quinientas mil pesetas y sanciones de inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en entidades financieras por 15 años (arts. 99 q) y s) de la L.M.V.).
(11/97)	<u>Resolución del Consejo de la CNMV de 17 de septiembre de 1997.</u> Resuelve sobre el presunto incumplimiento del Reglamento interno de conducta de una entidad, en materia de mercado de valores, por parte de una persona física perteneciente a la misma. Impone una sanción de amonestación privada (art. 101 de la L.M.V.).
(12/97)	<u>Orden Ministerial de 23 de octubre de 1997.</u> Resuelve acerca de la presunta realización, por una entidad, de prácticas dirigidas a falsear la libre formación de los precios en el mercado de valores. Impone una multa de 285 millones de pesetas (art.

99 i) de la L.M.V.)

(13/97) **Resolución del Consejo de la CNMV de 26 de noviembre de 1997.**

Resuelve acerca del presunto incumplimiento, por una sociedad anónima, de la limitación legal a la adquisición de acciones propias. Impone multas por diez millones de pesetas (art. 89.1 de la L.S.A.)

(14/97) **Orden Ministerial de 26 de noviembre de 1997.**

Resuelve acerca de la presunta realización habitual por una sociedad de la actividad consistente en la recepción y transmisión de órdenes de inversores nacionales relativas a la compraventa de valores negociados en mercados extranjeros, sin estar habilitada para ello. Impone multas por 404 millones de pesetas (art. 99 q) de la L.M.V.)

(15/97) **Resolución el Consejo de la CNMV de 11 de diciembre de 1997.**

Resuelve acerca del presunto incumplimiento, por una sociedad anónima, de la limitación legal a la adquisición de acciones propias. Impone multas por seis millones de pesetas (art. 89.1 de la L.S.A.).

Cuadro 9.4

**RELACIÓN DE SENTENCIAS RECAÍDAS EN RECURSOS CONTENCIOSO-ADMINISTRATIVOS
(R.C.A.) DURANTE 1997 CONTRA RESOLUCIONES EN MATERIA DE SANCIONES***

Nº	FECHA	TRIBUNAL	Nº DE R.C.A.	ACTO RECURRIDO
1	24/2/1997	Audiencia Nacional	1586/93	Orden M.E.H. de 19/4/1993 Confirma las sanciones impuestas a un miembro del consejo de administración de una sociedad de valores, consistentes en seis años de inhabilitación por dos infracciones muy graves tipificadas en el artículo 99 l), en relación con el 71 j), ambos de la Ley del Mercado de Valores, (prohibición de negociar por cuenta propia con el titular de los valores objeto de gestión), y dos multas de cinco millones de pesetas por las infracciones muy graves de los artículos 99 s) (simulación de transferencias) y 99 i) (manipulación de precios).
2	4/4/1997	T.S.J. de Madrid	983/93	Resolución Consejo CNMV de 11/11/1992 Confirma la sanción impuesta a un miembro del consejo de administración de una sociedad de valores, consistente en multa de dos millones de pesetas por una infracción grave del artículo 100 c) de la Ley del Mercado de Valores (irregularidades contables).
3	8/4/1997	T.S.J. de Madrid	1438/94	Resolución Consejo CNMV de 22/12/1993 Confirma la sanción impuesta a una sociedad emisora consistente en multa de 50 millones de pesetas por una infracción grave del artículo 100 j) de la Ley del Mercado de Valores (comunicación incorrecta de adquisición de acciones propias a través de persona interpuesta).
4	14/4/1997	Audiencia Nacional	1807/93	Orden M.E.H. de 12/7/1993 Confirma la sanción impuesta a un miembro del consejo de administración de una sociedad de valores, consistente en cinco años de inhabilitación por una infracción muy grave del artículo 99 i) de la Ley del Mercado de Valores (manipulación de precios).
5	16/4/1997	Audiencia Nacional	06/0001788/93	Orden M.E.H. de 12/7/1993 Confirma la sanción impuesta a un miembro del consejo de administración de una sociedad de valores, consistente en cinco años de inhabilitación por una infracción muy grave del artículo 99 i) de la Ley del Mercado de Valores (manipulación de precios).
6	5/5/1997	Audiencia Nacional	06/0000088/93	Orden M.E.H. de 12/2/1991 Confirma la sanción impuesta a una sociedad de valores, consistente en multa de 99.614.385 pesetas por una infracción muy grave del artículo 99 s) de la Ley del Mercado de Valores (simulación de transferencias).
7	7/5/1997	Audiencia Nacional	06/0000868/93	Orden M.E.H. de 11/1/1993 Confirma las sanciones impuestas a un miembro del consejo de administración de una sociedad de valores, consistentes en ocho años de inhabilitación por dos infracciones muy graves tipificadas en el artículo 99 l), en relación con el 71 j), ambos de la Ley del Mercado de Valores, (prohibición de negociar por cuenta propia con el titular de los valores objeto de gestión), y dos multas de cinco millones de pesetas por las infracciones muy graves de los artículos 99 s) (simulación de transferencias) y 99 i) (manipulación de precios).
8	7/5/1997	Audiencia Nacional	06/0001598/93	Orden M.E.H. de 19/4/1993 Confirma las sanciones impuestas a un directivo de una sociedad de valores, consistentes en diez años de inhabilitación por dos infracciones muy graves tipificadas en el artículo 99 l), en relación con el 71 j), ambos de la Ley del Mercado de Valores, (prohibición de negociar por cuenta propia con el titular de los valores objeto de gestión), y dos multas de cinco millones de pesetas por las infracciones muy graves de los artículos 99 s) (simulación de transferencias) y 99 i) (manipulación de precios).
9	19/5/1997	Audiencia Nacional	1787/93	Orden M.E.H. de 12/7/1993 Confirma la sanción impuesta a un miembro del consejo de administración de una sociedad de valores, consistente en multa de cinco millones de pesetas, por una infracción muy grave del artículo 99 t) de la Ley del Mercado de Valores (resistencia a la actividad inspectora de la CNMV).
10	4/6/1997	Audiencia Nacional	06/0001994/93	Orden M.E.H. de 23/9/1993 Confirma la sanción impuesta a un representante de una sociedad de valores, consistente en multa de 25 millones de pesetas, por una infracción muy grave del artículo 99 q) en relación con el 71 j), ambos de la Ley del Mercado de Valores (realización de actividades no permitidas).
11	4/6/1997	Audiencia Nacional	06/0002124/92	Orden M.E.H. de 9/7/1992 Confirma la sanción impuesta a una persona física, consistente en multa de 74.700.000 pesetas, por una infracción muy grave del artículo 99 o) de la Ley del Mercado de Valores (información privilegiada).
12	4/6/1997	Audiencia Nacional	06/0001974/93	Orden M.E.H. de 23/9/1993 Confirma las sanciones impuestas a dos sociedades anónimas, consistentes en multas de 6.778.000 y 704.000 pesetas, respectivamente, por una infracción muy grave del artículo 99 r) de la Ley del Mercado de Valores (elusión de OPA).
13	10/6/1997	Audiencia Nacional	06/0000268/94	Orden M.E.H. de 16/3/1994 Confirma las sanciones impuestas a una sociedad anónima, consistentes en multa de 500 millones de pesetas por una infracción muy grave del artículo 99 s) de la Ley del Mercado de Valores (simulación de transferencias), y multa de 400 millones de pesetas por una infracción muy grave del artículo 99 p) del mismo texto legal (no comunicación de participaciones significativas).

Cuadro 9.4

**RELACIÓN DE SENTENCIAS RECAÍDAS EN RECURSOS CONTENCIOSO-ADMINISTRATIVOS
(R.C.A.) DURANTE 1997 CONTRA RESOLUCIONES EN MATERIA DE SANCIONES***

Nº	FECHA	TRIBUNAL	Nº DE R.C.A.	ACTO RECURRIDO
----	-------	----------	--------------	----------------

- 14 **10/6/1997** **Audiencia Nacional** **06/0000265/94** **Orden M.E.H. de 16/3/1994**
Confirma la sanción impuesta a una sociedad extranjera, consistente en multa de 200 millones de pesetas, por una infracción muy grave del artículo 99 p) de la Ley del Mercado de Valores (no comunicación de participaciones significativas).
- 15 **19/6/1997** **Audiencia Nacional** **06/0000552/94** **Orden M.E.H. de 15/4/1994**
Confirma las sanciones impuestas a un miembro del consejo de administración de una agencia de valores, consistentes en multa de un millón de pesetas por una infracción grave del artículo 100 g) de la Ley del Mercado de Valores (incumplimiento del coeficiente de liquidez), y siete años de inhabilitación por tres infracciones muy graves de las letras k) (incumplimiento del coeficiente de solvencia), e) (irregularidades contables) y l) (insuficiencia de medios adecuados a su actividad) del artículo 99 de la Ley del Mercado de Valores.
- 16 **19/6/1997** **Audiencia Nacional** **06/0000648/94** **Orden M.E.H. de 24/5/1994**
Confirma la sanción impuesta a una sociedad anónima, consistente en multa de 65 millones de pesetas, por una infracción muy grave del artículo 99 s) de la Ley del Mercado de Valores (simulación de transferencias).
- 17 **15/9/1997** **T.S.J. de Madrid** **1277/95** **Resolución Consejo CNMV de 3/12/1993**
Confirma la sanción impuesta a un miembro del consejo de administración de una agencia de valores, consistente en multa de un millón de pesetas, por una infracción grave del artículo 100 g) de la Ley del Mercado de Valores (incumplimiento del coeficiente de liquidez).
- 18 **29/9/1997** **Audiencia Nacional** **1853/93** **Orden M.E.H. de 12/7/1993**
Confirma las sanciones impuestas a una sociedad emisora, consistentes en dos multas de 303 millones de pesetas cada una por dos infracciones muy graves de las letras s), (simulación de transferencias), e i) (manipulación de precios) del artículo 99 de la Ley del Mercado de Valores.
- 19 **29/9/1997** **Audiencia Nacional** **06/0001780/93** **Orden M.E.H. de 12/7/1993**
Confirma la sanción impuesta a una sociedad de valores, consistente en multa de 35 millones de pesetas por una infracción muy grave del artículo 99 i) (manipulación de precios) de la Ley del Mercado de Valores.
- 20 **21/10/1997** **Audiencia Nacional** **06/0001592/93** **Orden M.E.H. de 19/4/1993**
Confirma las sanciones impuestas a una sociedad de valores, consistentes en multas por un importe global de 166.888.106 pesetas, por la comisión de cuatro infracciones muy graves del artículo 99 de la Ley del Mercado de Valores, de las cuáles, dos son de la letra l) en relación con el artículo 71 j) (prohibición de negociar por cuenta propia con los titulares de los valores objeto de gestión), una de la letra s) (simulación de transferencias) y otra de la letra i) (manipulación de precios).
- 21 **12/11/1997** **Audiencia Nacional** **06/0000580/94** **Orden M.E.H. de 6/5/1994**
Confirma la sanción impuesta a una sociedad anónima, consistente en multa de 268.231.025 pesetas, por una infracción muy grave del artículo 99 i) de la Ley del Mercado de Valores (manipulación de precios).
- 22 **14/11/1997** **Tribunal Supremo** **754/95** **Resolución Consejo Ministros de 13/10/1993**
Confirma las sanciones impuestas a un administrador de hecho de una sociedad de valores, consistentes en dos multas de cinco millones de pesetas cada una, por dos infracciones muy graves del artículo 99 de la Ley del Mercado de Valores, una de la letra l) (incompatibilidad legal), y otra de la letra e) (irregularidades contables).
- 23 **2/12/1997** **Audiencia Nacional** **6/687/94** **Orden M.E.H. de 27/7/1994**
Confirma la comisión por una persona física de una infracción muy grave del artículo 99 o) de la Ley del Mercado de Valores (información privilegiada), si bien rebaja la sanción impuesta (15.283.200 pesetas) a 7.641.600 pesetas.
- 24 **3/12/1997** **T.S.J. de Madrid** **1087/97** **Orden M.E.H. de 3/6/1997**
Confirma la sanción impuesta a un operador y representante de una sociedad de valores, consistente en 20 millones de pesetas, por una infracción grave del artículo 100 n) de la Ley del Mercado de Valores (violación del principio de prioridad de intereses del cliente).
- 25 **11/12/1997** **Audiencia Nacional** **6/751/95** **Orden M.E.H. de 29/5/1995**
Confirma las sanciones impuestas a una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva, consistentes en dos multas por importe global de tres millones de pesetas, por dos infracciones muy graves del artículo 32.4 e) de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva (incumplimiento de los coeficientes de inversión y liquidez), y la impuesta a una Entidad de Crédito, consistente en multa de 2.500.000 pesetas, por una infracción muy grave del artículo 32.4 m) del mismo texto legal (comercialización de un fondo de inversión sin cumplir los requisitos legales).

* Los Tribunales han confirmado las sanciones impuestas en todos los casos, salvo en uno, en que se ha rebajado la sanción. El texto íntegro de las sentencias estará disponible, en breve, en las páginas de la CNMV en Internet.

10. REGULACIÓN

La sentencia del Tribunal Constitucional de 16 de julio de 1997

El pasado 16 de julio, el Tribunal Constitucional dictó una importante sentencia relativa a los siguientes asuntos :

- Recurso de inconstitucionalidad interpuesto por el Gobierno Vasco contra la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores.
- Recurso de inconstitucionalidad interpuesto por el Consejo Ejecutivo de la Generalidad de Cataluña contra la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores.
- Recurso de inconstitucionalidad interpuesto por el Parlamento de Cataluña contra la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores.
- Conflicto positivo de competencia planteado por el Gobierno Vasco en relación con el RD 376/1989 de 22 marzo, sobre sociedades y agencias de valores, y en otro que lo fue el 29 septiembre del mismo año, frente al RD 717/1989 de 23 junio, sobre sociedades rectoras y miembros de las bolsas de valores, Sociedad de Bolsas y fianza colectiva.

A continuación, y por su interés para el mercado de valores, se ofrece un resumen de la doctrina contenida en la misma.

Carácter básico de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores

La sentencia declara que, con las excepciones que se exponen a continuación, la Ley del mercado de valores tiene carácter de norma básica, aun cuando sólo tenga una declaración al efecto respecto de su Título VIII. La afirmación de la constitucionalidad de la Ley se basa en que se dictó en el ejercicio estricto de las competencias establecidas en los números 6, 11 y 13 del artículo 149.1 de la Constitución Española, que atribuyen al Estado competencia exclusiva para aprobar la legislación mercantil, las bases de la ordenación del crédito, banca y seguros, y las bases de la planificación general de la actividad económica.

El carácter básico de la Ley supone que sus preceptos vinculan a las Comunidades Autónomas, las cuales pueden ejercer las competencias normativas y de ejecución que el ordenamiento les atribuya, pero siempre respetando los principios contenidos en aquella.

Artículos en los que el Tribunal Constitucional establece la interpretación con que deben ser aplicados para que sean conformes a la Constitución

Estos artículos son los siguientes :

- *Artículos 31.c) y 59 de la LMV.* En estos preceptos se atribuye el carácter de mercado secundario oficial a los que, teniendo ámbito estatal, y refiriéndose a valores representados mediante anotaciones en cuenta se creen por el Gobierno a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. El Tribunal entiende que una vez establecido el marco legal de dichos mercados - elemento esencial del cual lo constituye, sin duda alguna, la creación misma del tipo de mercado de que se trate -, es de la competencia exclusiva de la Comunidad Autónoma instaurar en su respectivo territorio los distintos mercados (bolsas, mercado de deuda pública, mercados de

futuros y opciones, etc.) y proceder a su regulación dentro del marco de las bases establecidas por el Estado.

- *Artículo 34 de la LMV.* Este precepto establece la competencia de la Comisión Nacional del Mercado de Valores para acordar la exclusión de la negociación de valores en los mercados secundarios oficiales. El Tribunal considera que cuando los valores de que se trate estén admitidos a cotización sólo en un mercado radicado en una Comunidad Autónoma con competencias en la materia, la norma carece de carácter básico, y en consecuencia, la competencia para la exclusión podrá ser ejercida por la Comunidad Autónoma en cuestión.
- *Artículo 47 de la LMV.* Según el tribunal Constitucional, este precepto de la Ley establece un común denominador normativo al definir como miembros de las bolsas de valores aquellas sociedades y agencias de valores que participen en el capital de las sociedades rectoras de las bolsas, pero esa disposición no puede agotar la regulación de la organización de las bolsas, de modo que las Comunidades Autónomas, en el ejercicio de su competencia propia, pueden dar entrada a otros sujetos, aun cuando no reúnan aquella cualidad, como miembros de las bolsas sitas en su territorio.
- *Artículo 78 de la LMV.* Este artículo atribuye al Gobierno, o con su habilitación expresa, y a propuesta de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, al Ministro de Economía y Hacienda, la potestad para dictar normas de conducta en desarrollo de las contenidas en el Título VII de la Ley. El Tribunal comparte el carácter básico de las normas de este título y, en concreto, de la disposición contenida en el artículo 78, pero también reconoce la competencia de la Comunidad Autónoma para aprobar códigos de conducta que habrán de respetar las sociedades agencias de valores y, en general, cuantas personas o entidades ejerzan actividades relacionadas con los mercados de valores ubicados en su territorio.
- *Artículo 12 del RD 726/1989 de 23 junio, sobre sociedades rectoras y miembros de las bolsas de valores, Sociedad de Bolsas y fianza colectiva.* El art. 12 establece las funciones de supervisión que, sin perjuicio de las facultades de supervisión, inspección y sanción competencia de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, en su caso, de la Comunidad Autónoma correspondiente de acuerdo con el Título VIII de Ley del Mercado de Valores, corresponden a las sociedades rectoras de las bolsas de valores, entre las que se encuentran las de puesta en conocimiento, prestación de asistencia, impulso y proposición a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Este precepto es desarrollo del artículo 84 de la Ley, en relación con el cual la propia sentencia afirma que es lícito que una Comunidad Autónoma no pueda ejercer funciones de supervisión, inspección y sanción sobre entidades y personas físicas y jurídicas en relación con valores que además de operar en las bolsas de su territorio, lo hacen también en bolsas situadas en otras Comunidades Autónomas e, incluso, fuera del territorio nacional. Consecuentemente, la alusión de este artículo 12 a las facultades de supervisión, inspección y sanción que correspondan, en su caso, a la Comunidad Autónoma respectiva ha de entenderse hecha a las que se pueden ejercer sobre entidades y personas físicas y jurídicas en relación con valores que sólo operan en las bolsas de su territorio.

Artículos que se declaran contrarios a la Constitución

El Tribunal Constitucional declara la inconstitucionalidad de los siguientes preceptos :

- *Artículo 45 de la LMV.* Se considera inconstitucional la necesidad de conformidad del

Gobierno de la Nación para la creación de bolsas de valores ubicadas en el territorio de Comunidades Autónomas con competencia en esta materia.

- *Artículo 48 de la LMV y artículo 7 del RD 726/1989 de 23 junio, sobre sociedades rectoras y miembros de las bolsas de valores, Sociedad de Bolsas y fianza colectiva.* Se considera inconstitucional la aprobación por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de los estatutos de las sociedades rectoras de las bolsas ubicadas en el territorio de Comunidades Autónomas con competencia en esta materia, y de sus modificaciones, por corresponder esta competencia a la respectiva Comunidad.
- *Artículo 64.* El Tribunal considera que la acreditación de los requisitos legalmente exigidos para ser miembro de una bolsa ubicada en el territorio de una Comunidad Autónoma con competencia en esta materia, debe hacerse ante ésta, y no ante la CNMV, como en la actualidad establece este artículo.
- *Disposición Adicional 1ª de la LMV.* El Tribunal declara que el cambio de denominación de las bolsas existentes en las Comunidades Autónomas del País Vasco y Cataluña no se ajusta a derecho.
- *Artículo 15 del RD 726/1989 de 23 junio, sobre sociedades rectoras y miembros de las bolsas de valores, Sociedad de Bolsas y fianza colectiva.* Se consideran inconstitucionales las competencias que en este precepto se atribuyen a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para suspender o dejar sin efecto determinadas decisiones de las sociedades rectoras de las bolsas ubicadas en el territorio de Comunidades Autónomas con competencia en esta materia. Asimismo se declara inconstitucional la asignación a la CNMV de la competencia para vigilar la aplicación de la legislación por las mencionadas rectoras y, en su caso, para instar la modificación de los correspondientes acuerdos.
- *Artículo 17.2 del RD 726/1989 de 23 junio, sobre sociedades rectoras y miembros de las bolsas de valores, Sociedad de Bolsas y fianza colectiva.* Se considera inconstitucional la aprobación por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de los presupuestos de las sociedades rectoras de las bolsas ubicadas en el territorio de Comunidades Autónomas con competencia en esta materia, y de sus modificaciones, por corresponder esta competencia a la respectiva Comunidad.
- *El artículo 23.2 del RD 726/1989 de 23 junio, sobre sociedades rectoras y miembros de las bolsas de valores, Sociedad de Bolsas y fianza colectiva.* Se declaran inconstitucionales las competencias de fijación del importe global de la fianza y de reparto previstas en este precepto, si bien ha sido derogado por el RD 116/1992, de 14 de febrero.

Actividad normativa

Durante el año 1997, la actividad normativa relacionada con los mercados de valores ha sido intensa. Gran parte de ella se ha dedicado al Proyecto de Ley de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores. La aprobación de esta Ley es una necesidad apremiante por tratarse de la norma que implementará en nuestro país la Directiva de Servicios de Inversión y que, por diversas razones, no se ha podido aprobar en 1997.

Las normas que afectan de forma directa a los mercados de valores aprobadas durante el año son las siguientes :

Comisión Nacional del Mercado de Valores

- *Real Decreto 901/1997, de 16 de junio, por el que se actualizan los tipos de gravamen y se modifica parcialmente el Real Decreto 647/1994, de 15 de abril, sobre tasas aplicables por las actividades y servicios prestados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.* Este Real Decreto modifica el parámetro de referencia de determinación de la base imponible a aplicar al registro de folletos de ofertas públicas de venta y a la supervisión de actividad de los miembros de las bolsas y de los mercados secundarios no oficiales, así como algunos de los tipos de cuantía fija aplicables a la negociación en los mercados de futuros y opciones.

Mercados secundarios

- *Orden Ministerial de 19 de junio de 1997, sobre variación del requisito de admisión a negociación en bolsa previsto en el artículo 32.1 c) del Reglamento de Bolsas de 1967.* Esta Orden faculta a la CNMV para que pueda contemplar excepciones al requisito establecido en el apartado c) del número 1º- beneficios obtenidos a lo largo de una serie de ejercicios - siempre que concorra alguna de las circunstancias que se precisan.

Sociedades y agencias de valores

- *Circular 1/97, de 8 de enero, por la que se modifica la norma 14 de la Circular 6/1992, de 30 de diciembre, sobre exigencias de recursos propios de sociedades y agencias de valores y sus grupos consolidables, en materia de inclusión de los quebrantos de negociación en el cómputo de las exigencias de recursos propios por el nivel de actividad.* La Circular 1/97 incorpora las disposiciones del Real Decreto 1343/1992 relativas al tratamiento de los quebrantos a efectos de cálculo de los recursos propios mínimos, manteniendo unificadas las disposiciones referentes a las exigencias de recursos propios de sociedades y agencias de valores. Además, se clarifica cuáles son las entidades a las que, por realizar la actividad de mediación a que se refiere el Real Decreto, afecta el nuevo régimen de cálculo de recursos propios mínimos.
- *Circular 2/97, de 12 de febrero, por la que se modifica la Circular 6/1992, de 30 de diciembre, sobre exigencias de recursos propios de sociedades y agencias de valores y sus grupos consolidables, en relación con el riesgo de contraparte de los instrumentos derivados sobre tipos de interés y tipos de cambio.* Esta Circular modifica la Circular 6/1992 en lo referente al tratamiento de las cuentas de riesgo y compromiso relacionadas con tipos de interés y tipos de cambio, introduciendo la posibilidad, a efectos de determinar las exigencias de recursos propios, de que se tenga en cuenta la existencia de contratos de compensación bilateral, así como la posibilidad de que las entidades den cobertura a su riesgo de contraparte utilizando el sistema de valoración a precios de mercado.

Instituciones de inversión colectiva

- *Real Decreto 1094/1997, de 4 de julio, sobre desarrollo del Real Decreto Ley 7/1996, de 7 de junio, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica, en lo referente a las condiciones de inversión de las instituciones de inversión colectiva en valores no cotizados.* Desarrolla la medida prevista en el artículo 21 del Real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica, ampliando la posibilidad de las sociedades de inversión mobiliaria, de los fondos de inversión mobiliaria y de los fondos de inversión en

activos del mercado monetario de invertir en valores no cotizados, aunque se mantiene la exigencia de que la inversión en valores no cotizados figure expresamente en los estatutos o reglamentos, así como en el folleto informativo de la institución. A través de la inversión en valores no cotizados se pretende canalizar una parte del ahorro hacia las pequeñas y medianas empresas.

- *Orden de 10 de junio de 1997, sobre operaciones de las instituciones de inversión colectiva de carácter financiero en instrumentos financieros derivados.* El artículo 21 del real Decreto-Ley 7/1996, de 7 de junio, sobre medidas urgentes de carácter fiscal y de fomento y liberalización de la actividad económica ha equiparado las IIC españolas a las de nuestro entorno, ampliando el marco de utilización de productos derivados, ya que permite invertir en derivados no negociados en un mercado secundario organizado. Desde un punto de vista formal, la nueva configuración del régimen jurídico de la inversión en derivados obligaba a actualizar la normativa en vigor, para lo que se ha estimado que la solución más oportuna era la de dictar esta Orden, que integra las nuevas previsiones normativas con lo ya vigente.
- *Orden de 3 de noviembre de 1997 por la que se modifica la Orden de 20 de diciembre de 1990, por la que se desarrolla parcialmente el Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las instituciones de inversión colectiva,* habilitándose a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para dictar disposiciones en materia de información y normas contables de las instituciones de inversión colectiva. Esta Orden es una consecuencia del Real Decreto 1094/1997, cuya aprobación obliga a modificar la Orden de 20 de diciembre de 1990 con dos finalidades: adecuar su contenido a las modificaciones introducidas en el Reglamento de la Ley 46/1984, de instituciones de inversión colectiva y habilitar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para dictar disposiciones en materia contable relacionadas con la inversión en valores no cotizados.
- *Circular 3/1997, de 29 de julio, sobre obligaciones de información a los partícipes de instituciones de inversión colectiva de carácter financiero y desarrollo de la OM de 10 de junio de 1997 sobre operaciones en derivados.* Esta Circular 3/97 modifica el régimen de transparencia informativa a socios y partícipes de las instituciones de inversión colectiva. Asimismo, precisa los requisitos de control interno que deben acreditar las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva o, en su caso las sociedades de inversión mobiliaria, que pretendan operar en instrumentos derivados, así como los requisitos exigidos para superar los límites generales de riesgo de mercado y de contraparte. Por último, amplía el uso de determinados instrumentos estructurados no negociados en mercados organizados de derivados con finalidades distintas a la cobertura de riesgos o consecución de objetivos concretos de rentabilidad.
- *Circular 4/97, de 26 de noviembre, sobre criterios de valoración y condiciones de inversión de las instituciones de inversión colectiva en valores negociables no cotizados.* Regula los requisitos formales de carácter general para garantizar la transparencia e información a los socios o partícipes de las instituciones de inversión colectiva que pretendan invertir en valores no cotizados, incluidos aquéllos que sean representativos del capital o patrimonio de sociedades o fondos de capital riesgo, así como el tratamiento contable, los métodos de valoración y los criterios para determinar los porcentajes máximos de inversión y el valor efectivo de dichos valores.
- *Circular 5/97, de 26 de noviembre, por la que se modifica el artículo 13 de la Circular 4/1994, de 14 de diciembre de 1994, sobre normas contables, obligaciones de información, determinación del valor liquidativo y coeficientes de inversión y*

operativos y actuaciones en las tasaciones de inmuebles de las sociedades y fondos de inversión inmobiliaria. Esta Circular, considerando que las inversiones en inmuebles requieren disponer de importes significativos y que la compra de un inmueble requiere más tiempo que la de valores mobiliarios, establece un sistema que tenga en cuenta un periodo de tiempo más amplio que permita a las sociedades y fondos de inversión inmobiliaria cumplir los coeficientes seleccionando las inversiones que mejor puedan servir a los intereses de los partícipes.

Cartas Circulares

Durante 1997 se han remitido diversas Cartas Circulares, en su mayoría referidas a normas de conducta e instituciones de inversión colectiva.

Mercado primario de valores

- *Carta Circular 9/1997, de 16 de junio, sobre “hechos relevantes y su comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores”.* Contiene una serie de indicaciones que pueden resultarles de utilidad a los emisores y a sus asesores para aplicar correctamente la normativa en vigor sobre hechos relevantes - véase el recuadro incluido en el capítulo 9, dedicado a la transparencia del mercado.

Sociedades y agencias de valores

- *Carta Circular 11/1997, de 18 de noviembre sobre “gestión de carteras y representantes de entidades de valores”.* Precisa el alcance del concepto “representación” que aparece en el artículo 9.2 del Real Decreto 276/1989, de 22 de marzo, sobre sociedades y agencias de valores, en lo referente a la actividad de gestión de cartera. La CNMV considera que la representación de una sociedad o agencia de valores, entidad de crédito o sociedad gestora de carteras por terceras personas no podrá suponer, en ningún caso, la realización directamente por el representante de la gestión de cartera.

Normas de conducta

- *Carta Circular 5/1997, de 3 de abril, referente a la “prohibición de provocar, en beneficio propio o ajeno, una evolución artificial de las cotizaciones”.* La Comisión Nacional del Mercado de Valores ve con preocupación las ofertas introducidas en el periodo de ajuste a precios que no guardan relación alguna con el valor intrínseco de la acción, así como las órdenes introducidas en los instantes previos al cierre de la sesión que, por su precio o cuantía, pueden provocar que la cotización sufra una evolución artificial, y considera que, en ambos casos, se puede estar infringiendo el artículo 80 a) de la Ley del Mercado de Valores, que prohíbe a las entidades de valores, provocar, en beneficio propio o ajeno, una evolución artificial de las cotizaciones.
- *Carta Circular 7/1997, de 22 de mayo, en relación a los “poderes otorgados por obligacionistas en favor del propio emisor”.* El otorgamiento por parte de los obligacionistas de poderes de representación en favor del propio emisor, es una práctica frecuente que plantea serios conflictos de interés, especialmente cuando quienes asumen la representación de los obligacionistas son personas que trabajan o están vinculadas a la entidad emisora. Por este motivo, la CNMV aconseja que se introduzcan cláusulas en los reglamentos internos de conducta que impidan a estas

personas asumir la defensa de los intereses de los obligacionistas o, por lo menos, garanticen el correcto ejercicio de la representación.

- *Carta Circular 10/1997, de 21 de julio, sobre los “criterios para el establecimiento de barreras de información en las entidades que actúan en los mercados de valores”*. Ante las dificultades puestas de manifiesto por las entidades que actúan en los mercados de valores para poner en práctica el mandato del artículo 83 de la Ley del Mercado de Valores, que les obliga a establecer barreras de información que impidan el flujo no controlado y la utilización indebida de información privilegiada, comúnmente conocidas como “murallas chinas”, la CNMV propone una serie de medidas cuya inclusión en el reglamento interno de conducta de cada entidad contribuiría al eficaz cumplimiento de esta obligación.

Instituciones de inversión colectiva

- *Carta Circular 1/97, de 26 de febrero, referente a la “inversión de las instituciones de inversión colectiva españolas en acciones o participaciones emitidas por otras instituciones de inversión colectiva”*. En respuesta al interés mostrado por algunos promotores de instituciones de inversión colectiva españolas en la inversión en acciones o participaciones de otras instituciones de inversión colectiva, como vía para conseguir de manera eficiente una mejor diversificación de sus inversiones, la Comisión Nacional del Mercado de Valores tras analizar el artículo 4 de la Ley de instituciones de inversión colectiva ha dado difusión a esta Carta Circular en la que se establecen los criterios a los que deberán ajustarse las instituciones de inversión colectiva españolas que vayan a invertir en acciones o participaciones emitidas por otras IIC.
- *Carta Circular 2/1997, de 26 de febrero, sobre la “posibilidad de constituir en España fondos de inversión mobiliaria y fondos de inversión en activos del mercado monetario denominados en divisas distintas de la peseta”*. Proporciona una forma de operar ajustada a la normativa española, para los fondos que pretendan denominar sus participaciones en una divisa distinta de la peseta
- *Carta Circular 3/1997, de 31 de marzo, sobre los “requisitos exigibles a las sociedades de inversión mobiliaria de capital variable para la admisión de sus acciones a negociación en bolsa de valores”*. La CNMV y las sociedades rectoras de las bolsas consideran que a las SIMCAV de nueva creación no se les deben exigir los requisitos de difusión mínima en el momento de solicitar la admisión de sus acciones a negociación en bolsa. Ello se debe a que el régimen de funcionamiento de las SIMCAV garantiza plenamente el compromiso de atender las ofertas y demandas de sus acciones en régimen de mercado.
- *Carta Circular 4/1997, de 31 de marzo, en que se recoge el “acuerdo entre las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Barcelona, Bilbao, Madrid, y Valencia y la Comisión Nacional del Mercado de Valores para agilizar los procedimientos de constitución y posterior admisión a negociación en bolsa de valores de SIM y SIMCAV”*.
- *Carta Circular 6/1997, de 5 de mayo, sobre la “actualización anual de los folletos explicativos de instituciones de inversión colectiva”*. Esta Carta Circular pretende evitar la duplicidad en las obligaciones de información que supone el hecho de que las instituciones de inversión colectiva tengan que actualizar el folleto anualmente, una vez que disponen del informe de auditoría del ejercicio anterior. Dicha obligación se considerará acumulada con la remisión de las cuentas anuales y el informe de auditoría a la CNMV y con la de una declaración, dentro del mes siguiente a la aprobación de

las cuentas anuales, en la que se haga constar la vigencia del resto del folleto inscrito en la CNMV.

- *Carta Circular 8/1997, de 12 de junio, referente a la “comercialización en España de instituciones de inversión colectiva extranjeras no sometidas a la Directiva 85/611/CEE”*. En esta Carta Circular, la Comisión Nacional del Mercado de Valores aclara determinadas dudas que plantea la aplicación de la Disposición Adicional Segunda del Real Decreto 1393/1990 que regula el procedimiento aplicable a las instituciones de inversión colectiva extranjeras no sometidas a la Directiva 85/611/CEE (IIC no armonizadas) que pretendan comercializar sus acciones o participaciones en España.

Las cartas circulares

Las cartas circulares son cartas que la Comisión Nacional del Mercado de Valores dirige a todos los sujetos que operan en los mercados para dar publicidad a las interpretaciones y criterios que rigen su actuación sobre una cuestión determinada.

El objeto fundamental de las cartas circulares es incrementar la seguridad jurídica, lo que se consigue de dos formas :

- Se da publicidad a interpretaciones y criterios que rigen la actuación de la CNMV.
- Se limita la posibilidad de que la CNMV actúe de forma discrecional, pues en las cartas circulares se expresan los criterios que seguirá la CNMV al aplicar las normas que regulan su actividad.

Características de las cartas circulares :

- Carecen de valor normativo.
- Su finalidad es únicamente interpretativa e informativa.
- Tienen un procedimiento de elaboración muy sencillo, lo que las convierte en un instrumento de gran agilidad e inmediatez.
- No son respuestas a supuestos concretos planteados a la CNMV sino que responden a planteamientos de alcance general.
- Son una manifestación de la actividad regulatoria informal de la CNMV. Esta actividad es característica de la mayor parte de las comisiones de valores y se pone de manifiesto en figuras como los “releases” y las “interpretative letters” de la SEC, o los “rescrits” de la COB.

11. ACTIVIDAD INTERNACIONAL

IOSCO

La CNMV ha participado activamente, como miembro del Comité Técnico de IOSCO y de sus cinco Grupos de Trabajo, en todas las iniciativas desarrolladas en el ámbito de esta organización durante 1997.

Dentro de cada uno de los Grupos de Trabajo cabe destacar, por su interés, el tratamiento de los siguientes asuntos :

Ofertas multinacionales de valores y contabilidad

- Avance hacia el establecimiento, en 1998, de unos estándares internacionales de contabilidad susceptibles de ser utilizados por los emisores transnacionales de valores.
- Diseño de un folleto a utilizar por dichos emisores internacionales que verá igualmente la luz en 1998.

Mercados secundarios

- En este apartado, la principal novedad hace referencia a la elaboración de la “*Guía sobre intercambios de información*”, diseñada para facilitar el flujo de información entre los reguladores y los rectores de los mercados durante momentos de crisis del mercado o de alguna de las firmas intervinientes.

Intermediarios

- Coordinación con el Comité de Basilea para determinar las condiciones en que los modelos internos de las entidades podrán ser utilizados como base de cálculo de los recursos propios mínimos por riesgo de mercado de la cartera de negociación. Se pretende lograr que las reglas sean comunes para bancos y firmas de inversión. Asimismo se está profundizando en el estudio del riesgo de crédito.

Inspección e intercambio de información

- Examen a todas las jurisdicciones que integran IOSCO a fin de evaluar sus niveles de regulación y su capacidad para cooperar con otros países en materia de supervisión. Se observó que, aún siendo la situación satisfactoria en general, algunos países siguen presentando serias deficiencias en el mantenimiento de registros de las operaciones y en su capacidad para obtener información de los participantes en el mercado y transmitirla a organismos homónimos extranjeros. Por tal motivo, se aprobó una resolución orientada a mejorar los estándares aplicables.
- Informe sobre las implicaciones del uso de Internet en los mercados de valores, en el que se analizan tanto los problemas creados por su indebida utilización, como las ventajas que puede reportar para el supervisor.

Instituciones de inversión colectiva

- Informe sobre principios aplicables en la supervisión de las gestoras, en el que se tratan asuntos como las normas de conducta que éstas deberían observar, los criterios de valoración y segregación de activos y la divulgación de las tarifas y gastos de tales entidades.

Al margen de las tareas desarrolladas por los cinco grupos de trabajo permanentes, IOSCO ha iniciado tres proyectos especiales. El primero de ellos se orienta

a elaborar un compendio de todos los principios desarrollados por IOSCO durante los últimos años sobre las diferentes áreas de regulación. El segundo pretende examinar las perspectivas abiertas por Internet y sus implicaciones prácticas para el supervisor. El tercero trata de alertar a toda la comunidad financiera sobre el problema informático del año 2000, ya que muchos ordenadores solamente consideran los dos últimos dígitos del año y por tanto 00 sería identificado en tales casos como 1900, con los consiguientes riesgos a efectos de valoración de carteras, vencimientos, etc. En relación con este asunto, IOSCO está instando a todos los supervisores para que aseguren la inexistencia de problemas a nivel nacional y evitar así potenciales contagios que afecten a la comunidad financiera internacional.

Unión Europea

Los dos foros europeos en los que esta integrada la CNMV, es decir, el Grupo Informal de Presidentes de Comisiones de Valores y el Grupo de Alto Nivel de Supervisores de Valores, que se relaciona con la Comisión Europea, han centrado su actividad en los problemas de interpretación y puesta en práctica de la Directiva de Servicios de Inversión, la introducción del euro en los mercados financieros y la armonización de aquellas áreas no contempladas por las Directivas. Sobre este último aspecto destacan los trabajos sobre la idoneidad de socios y administradores de las firmas de inversión y sobre los estándares de conducta aplicables a las firmas intervinientes en las ofertas públicas.

En diciembre, el Grupo Informal de Presidentes de la Unión Europea ha reforzado su carácter institucional y su capacidad de comunicación con otros organismos convirtiéndose en el *Forum of European Securities Commissions* (FESCO) que comprende las Comisiones de Valores de todos los países de la Unión Europea, Noruega e Islandia y que dispondrá de una Secretaría General permanente y un presidente nombrado por períodos de dos años.

En cuanto a la normativa comunitaria específica de los mercados de valores, el año 1997 ha supuesto la aprobación de la Directiva que regula el fondo de garantía de inversiones y el avance de proyectos como la modificación de la Directiva de adecuación de capital, la propuesta de Directiva sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores, y la propuesta de Directiva sobre los contratos a distancia de servicios financieros entre proveedores y clientes. Asimismo este año ha supuesto el relanzamiento de antiguas iniciativas como la modificación de la Directiva de OICVM¹ o la modificación de la Directiva de OPA ; por el contrario, parece estancada la Directiva destinada a crear un Comité de Valores Mobiliarios.

Otros asuntos relacionados con la actividad internacional

- Desde comienzos de 1997 la CNMV es miembro del grupo denominado “Joint Forum” integrado por algunos representantes de IOSCO, el Comité de Basilea y la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros, cuya misión consiste en desarrollar principios sobre la supervisión de conglomerados financieros cuya actividad se extiende a los sectores de banca, valores y seguros. Durante este año los trabajos se han centrado en la valoración de la idoneidad de los socios y

¹ Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios.

administradores, el cálculo de los requerimientos de capital del grupo en su conjunto y las operaciones y riesgos intra-grupo.

- En materia de intercambio de información y cooperación internacional, la CNMV suscribió nuevos acuerdos bilaterales - *Memoranda of Understanding* - en 1997 con las siguientes autoridades : Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel de Alemania (17 de junio), Superintendencia de Compañías de la República de Ecuador (4 de noviembre), Superintendencia de Valores de la República de Bolivia (4 de noviembre) y Securities and Futures Commission de Taiwan (7 de noviembre). Salvo el firmado con Alemania, que permite el intercambio de información confidencial, los restantes se refieren a la prestación de asistencia técnica.
- La Comisión Bancaria Suiza (Swiss Federal Banking Commission) y la CNMV se han reconocido mutuamente como autoridades susceptibles de recibir información confidencial solicitada en cumplimiento de las disposiciones legales relativas al mercado de valores en sus respectivos países.

Organizaciones internacionales de comisiones de valores : IOSCO y FESCO

La globalización de los mercados ha impulsado la cooperación internacional de las autoridades de supervisión de los mercados de valores. El principal foro multilateral en este ámbito es la Organización Internacional de Comisiones de Valores, más conocida como IOSCO - International Organization of Securities Commissions. Creada en 1983, cuenta hoy con 89 miembros ordinarios - principales autoridades de supervisión en sus respectivos países -, nueve asociados - otros supervisores con competencias parciales en los mercados nacionales - y 44 instituciones afiliadas - mercados organizados y otras instituciones. Sus dos principales objetivos son el desarrollo de la cooperación internacional entre supervisores, ya mencionado, y la armonización de las regulaciones.

El órgano que aprueba formalmente las resoluciones de IOSCO es su Asamblea de Presidentes, que se reúne anualmente. La organización cuenta, además, con un Comité Técnico, encargado de los proyectos técnicos de la organización, un Comité de Mercados Emergentes, que desarrolla proyectos en este ámbito, y un Comité Ejecutivo, con competencias en organización interna. Asimismo, cuenta con cinco grupos de trabajo permanentes - Emisores, Mercados Secundarios, Intermediarios, Inspección e Instituciones de Inversión Colectiva -, a los que se añaden otros puntuales cuando resulta necesario - "task forces". Las presidencias de los distintos comités se renuevan bianualmente.

En el ámbito europeo, el desarrollo del mercado único en el ámbito de los valores y la próxima introducción del euro han propiciado la creación de un foro de cooperación específico. Se trata del Foro Europeo de Comisiones de Valores, conocido como FESCO - Forum of European Securities Commissions. Esta organización se constituyó el pasado 8 de diciembre, en Londres. Está integrada por los principales supervisores de los 15 países miembros de la Unión Europea, más Noruega e Islandia. Sus principales objetivos son el establecimiento de principios en materias no armonizadas, el intercambio de experiencias, el fomento de la cooperación y el traslado de iniciativas y opiniones a otros foros.

La organización celebra tres reuniones al año al máximo nivel y constituye grupos de trabajo cuando lo cree necesario. Cuenta con un presidente, elegido por consenso y con un mandato bianual, y una Secretaría General permanente.

Anexo 1

COMPOSICION DEL CONSEJO DE LA CNMV

Presidente:	Juan Fernández-Arместo
Vicepresidente:	Luis Ramallo García
Consejeros:	José Manuel Barberán López Jaime Caruana Lacorte ² José M ^a Roldán Alegre ³ Miguel Martín Fernández ⁴ Francisco de Vera Santana
Secretario:	Antonio J. Alonso Ureba

² Director General del Tesoro y Política Financiera.

³ Sustituye desde el 13 de enero de 1998 a José M^a Gondra Romero, que cesó en el cargo con fecha 4 de noviembre de 1997.

⁴ Subgobernador del Banco de España.

Anexo 2

COMPOSICION DEL COMITE CONSULTIVO DE LA CNMV

Presidente: D. Luis Ramallo García

Secretario: D. Antonio J. Alonso Ureba

VOCALES TITULARES

Emisores: D. Francisco Blanco Balín
D. Jesús del Pozo Soler
D. Luis Cortés Domínguez

Inversores: D. Rafael García de la Rasilla y Pineda
D. Carlos Soroa Castellano

Miembros de las Bolsas:
D. Enrique Piñel López
D. Gregorio Arranz Pumar
D. Jaime Aguilar Fernández-Hontoria
D. José Ramón Valcárcel Pérez

Consejo de Consumidores y Usuarios:
D. Manuel Pardos Vicente

Comunidades Autónomas:
Generalidad Valenciana:
D. José Manuel Uncio Lacasa

Gobierno Vasco:
D. Juan Miguel Bilbao Garai

Generalidad de Cataluña:
D. Francesc Xavier Ruiz del Portal i Bravo

VOCALES SUPLENTES

Emisores: D. José Alfonso Núñez Boluda
D. Sebastián Albella Amigo

Inversores: D. Alvaro García de la Rasilla y Pineda
D. Juan Carlos Guzmán Acha

Miembros de las Bolsas:

D. Fernando de Roda Lamsfus
D. Carlos Orduña Chouraki
D. José Ramón Valcárcel Pérez
D. Antonio de Bonilla y Romero

Consejo de Consumidores y Usuarios:

D. Juan del Real Martín

Comunidades Autónomas:

Generalidad de Valencia:

D. Nicolás Jannone Bellot

Gobierno Vasco:

D. Miguel Bengoechea Romero

Generalidad de Cataluña:

D. Jaume Pera i Lloveras