

MEMORIA
1998

COMISION NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

MEMORIA
1998

I.S.B.N.: 84-87870-16-3

Depósito Legal: M. 9.630 - 1999

© Comisión Nacional del Mercado de Valores

Se autoriza la reproducción de las informaciones contenidas en esta publicación siempre que se mencione la procedencia.

Imprime: ARTEGRAF, S.A.

CARTA DEL PRESIDENTE DE LA CNMV

- 1 *El pasado año fue decisivo para los mercados de valores españoles. El éxito alcanzado por la economía española al incorporarse, en primera instancia, a la Unión Monetaria culminó felizmente con la adaptación del euro en los mercados de valores el pasado 4 de enero. El esfuerzo realizado durante todo el año por parte de los mercados, las entidades de servicios de inversión y la CNMV se vio, así, justamente recompensado.*

El euro nos da estabilidad y nuestros inversores han visto desaparecer de sus carteras el riesgo de tipo cambio. Ha caído una de las últimas barreras efectivas a la libertad de movimientos de capital y de servicios. Esto, que a todas luces supone una ventaja, añade un nuevo desafío a nuestros mercados: el desafío del aumento de la competencia, en el que sólo sobrevivirán los más eficaces. Y en esta lucha continua no podemos olvidar que nuestros mercados son un bien general que tenemos que preservar. Necesitamos mercados eficaces que faciliten la financiación de los proyectos empresariales que requiere nuestro desarrollo económico.

- 2 *Un fenómeno que tomó carta de naturaleza durante el pasado año fue la globalización de los mercados, en su forma más contundente: la contaminación de la crisis, la materialización extrema de la volatilidad. La mayoría de los expertos coinciden en que la transparencia de los Gobiernos, de las autoridades monetarias, del sistema financiero y de los mercados, es el mejor antídoto contra las crisis y sus contagios. La transparencia, imprescindible sin duda, necesita otros apoyos. La responsabilidad de quienes actúan en los mercados, el cumplimiento de las normas de conducta y una adecuada supervisión de intermediarios y mercados, pero también de grandes inversores, se ha consagrado como herramienta necesaria para preservar la sanidad del sistema financiero mundial.*

Otro de los conflictos, aún sin resolver, que afloró con la crisis, es la necesidad de una armonización de las normas de conducta y supervisión de los mercados financieros. En un mundo financiero sin fronteras, en el que, sin embargo, existen barreras insalvables de opacidad en los llamados paraísos fiscales, es tarea titánica preservar a los mercados de movimientos desestabilizadores y a los inversores de incalculables quebrantos. La existencia de esos paraísos fiscales, cerrados a la supervisión, es indefendible en un mundo desarrollado y democrático.

- 3 *El pasado año estuvo marcado por los preparativos para el euro, el bajo nivel de los tipos de interés, la euforia bursátil de la primera mitad del año y la afluencia masiva del ahorro de familias y particulares a los mercados de valores. En este entorno, en la CNMV extremamos el rigor en la supervisión de los mercados, de los intermediarios y de la transparencia y buen gobierno de los emisores. En esta Memoria damos cuenta pormenorizada no sólo de todas las actuaciones de las CNMV, sino de los criterios que las alentaron. En 1998, precisamos, a través de 15 Cartas Circulares, nuestra interpretación de las normas vigentes en las materias más relevantes, como forma de incrementar la seguridad jurídica y de dar recomendaciones de actuación a los operadores en el mercado.*
- 4 *Hemos insistido en la liberalización de la normativa, en la simplificación de los procedimientos y en la reducción de las trabas burocráticas, para apoyar la competitividad de los emisores, de las empresas de servicios de inversión y de los mercados. Se creó la ventanilla única Bolsas-CNMV para la recepción centralizada de la información que deben comunicar los emisores. Se han hecho realidad los folletos de emisión continuados y reducidos, así como la eliminación, en la mayoría de los casos, del folleto de admisión. También se ha realizado un importante esfuerzo para mejorar la calidad y*

comprensión de la información facilitada a los inversores. En el caso de las emisiones, se ha exigido la difusión de un tríptico claro que ayuda a entender la vasta información contenida en los folletos y para los fondos de inversión se han autorizado ya los folletos e información trimestral reducida.

- 5 Una preocupación constante de la CNMV es el estímulo de los niveles de responsabilidad de todos los que conformamos los mercados: el cumplimiento de las normas de conducta. La normativa es determinante y clara en la definición de las responsabilidades que obligan a los mercados y a las empresas de servicios de inversión. Nos faltaba un modelo de gobierno para los emisores. El Código de Buen Gobierno, aprobado por la Comisión Especial creada por el Consejo de Ministros en febrero de 1998, vino a cubrir esa necesidad. El Código, con sus 23 recomendaciones, es un manual valioso de buenas prácticas del gobierno de la empresa cotizada, pero, además, es una herramienta de control y de gestión interna muy válida para todas las empresas. Este año ha sido el primero en el que las sociedades cotizadas han evaluado las ventajas de seguir sus recomendaciones y en 1999 informarán al mercado sobre su implantación.*

La preocupación de la CNMV por la calidad de la información ha conseguido también que las empresas hicieran un esfuerzo adicional en la formulación de sus cuentas anuales, de forma que se ha reducido drásticamente el número de sociedades cotizadas que presentan salvedades en sus auditorías.

- 6 Desde noviembre del pasado año contamos con una nueva Ley del Mercado de Valores. Es una Ley que actualiza y moderniza el entorno legal en el que se mueven nuestros mercados. En primer lugar, adapta a nuestro ordenamiento la Directiva Comunitaria de Servicios de Inversión, que consagra el principio de libre prestación de servicios a nivel comunitario. Define claramente los conceptos de instrumento financiero y de captación del ahorro, lo que aporta seguridad jurídica al sistema y enmarca claramente el área de protección del ahorrador. Paralelamente refuerza los poderes de la CNMV para realizar esa actividad. Recoge también cambios importantes en las normas de conducta tanto para los profesionales del sector como para los emisores. En cuanto a instrumentos de financiación, posibilita el uso de nuevos productos, como las acciones sin voto o las rescatables, simplifica las ampliaciones de capital y la supresión del derecho de suscripción preferente y anticipa una reforma futura de la emisión de obligaciones. Y en esta área, introduce el criterio de diferenciar el régimen aplicable a sociedades cotizadas y no cotizadas.*

Otras novedades legislativas vieron la luz en 1998. Podemos citar, entre ellas, la posibilidad de titulación de nuevos tipos de activos financieros y el desarrollo del capital-riesgo. Ambas figuras van a dinamizar los mercados financieros y la economía. Se trata de nuevas responsabilidades para la CNMV, ya que debemos asumir su supervisión, pero nos estimula que se deposite en nosotros esa confianza.

También merece destacarse la introducción en nuestro mercado de las participaciones preferentes, que tradicionalmente habían sido dirigidas a mercados internacionales y que han encontrado un hueco importante para satisfacer las necesidades de los inversores españoles. Con las participaciones preferentes se dispone ya de valores que combinan un riesgo intermedio entre la renta variable y la renta fija.

- 7 Otro área en el que teníamos especial interés era el fomento del mercado de renta fija español. La firma del Protocolo de Acuerdo para el Desarrollo de los Mercados de Renta fija con las Bolsas, AIAF y el SCLV impulsará las actividades de emisión y negociación y facilitará la implantación de una*

plataforma única de contratación de la renta fija privada. En los primeros meses de 1999 se aprecian ya algunos resultados importantes del esfuerzo de todos por dinamizar el mercado: el nuevo tratamiento fiscal, la posibilidad de titularizar activos distintos de los hipotecarios, la simplificación de trámites de formalización de las emisiones, la posibilidad de utilizar folletos continuados o reducidos, la aparición en nuestro mercado de nuevos instrumentos, etc. Todo ello ha permitido que el inversor español cuente con una batería de valores de riesgo intermedio y las empresas con nuevos instrumentos de financiación.

- 8 *Contamos con mercados de valores serios, transparentes, ágiles y líquidos. Nuestras entidades de servicios de inversión ya están acostumbradas a la competencia y el nivel de protección que la legislación otorga a nuestros inversores está a la altura de los países más desarrollados. Los sistemas de supervisión que utiliza la CNMV para garantizar los principios del mercado y la protección del inversor son cada vez más sofisticados, eficaces y seguros. Pero, sin duda, quedan cosas por hacer. Tareas que van desde el desarrollo de las nuevas leyes, a la reforma, en profundidad, de otras como la de Instituciones de Inversión Colectiva. Debemos seguir insistiendo en la simplificación administrativa, en la transparencia de los mercados, en la responsabilidad de los que en ellos actúan, en la creación de nuevos productos. Tenemos ante nosotros el cambio de milenio y, con él, la necesidad de adaptación de los sistemas informáticos al año 2.000.*

Por encima de todas esas tareas, que asumimos como compromiso, destaca la necesidad de dar un paso más en la protección del inversor. Protección que pasa por una supervisión que luche por la seriedad de los intermediarios y contra el fraude. Y protección en la relación del profesional del sector con el inversor, que debe ser de asesoramiento leal. Es notorio el aumento de la cultura financiera de los españoles y hay que evitar que su tradicional confianza en las instituciones a las que confían sus ahorros se vea defraudada.

La prudencia de los inversores y su activa participación en la defensa de sus intereses, cuando consideran que estos se han vulnerado de manera injusta, resultan esenciales para asegurar el buen funcionamiento del mercado. Para facilitar y hacer más eficaz esa participación, y con ella la propia acción supervisora de la CNMV, se diseñará en 1999 un nuevo sistema de reclamaciones.

He enumerado alguno de los retos previstos, pero hay que estar preparados para los que puedan surgir en el actual contexto de globalización y elevada volatilidad de los mercados. Los vientos de cambio que impulsan al mundo financiero no siempre son previsibles.

Madrid, 9 de marzo de 1999

Juan Fernández-Armesto

INDICE GENERAL

Abreviaturas	11
1. Organización y gestión	13
Organigrama	13
Administración	14
La Delegación en Cataluña	18
2. Consultas y reclamaciones del público	20
La ventanilla de reclamaciones	21
La Agencia Nacional de Codificación de Valores	28
3. Fomento del mercado	29
Instituciones de inversión colectiva	29
Intermediarios	32
Mercados de valores	33
4. Información al mercado de las sociedades emisoras	38
Información periódica de las sociedades cotizadas	39
Emisiones y OPV	44
Nuevos productos y modificaciones en los existentes	47
5. La introducción del euro y su impacto en los mercados españoles	50
Los trabajos preparatorios en la CNMV	51
Los trabajos preparatorios en los mercados	54
Nuevos desafíos para los mercados y la supervisión en el marco competitivo del euro	59
6. La supervisión de los intermediarios y de la inversión colectiva.....	63
Supervisión a distancia	64
Supervisión “in situ”	68
La solvencia de las entidades de valores y de las gestoras	69
7. El seguimiento de los mercados secundarios	71
Seguimiento de los mercados	71
Ofertas públicas de adquisición de valores (OPA)	78
El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores	81
8. Integridad del mercado	83
La Unidad de Vigilancia de los Mercados	83
La actuación de la Inspección	85
Sentencias de los tribunales en la resolución de recursos contra sanciones ...	90
9. Ordenación de los mercados	98
La reforma de la Ley del Mercado de Valores	98
Real Decreto 2509/98 sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores	101
Otras normas que afectan a los mercados de valores	102
Directivas comunitarias	105
Actos ejecutivos: las Cartas Circulares	106
10. Actividad internacional	108
IOSCO	108
Unión Europea	109
Otras actividades.....	111
Anexo 1 Composición del Consejo de la CNMV	112
Anexo 2 Composición del Comité Consultivo de la CNMV	113

Índice de cuadros:

1.1	Organigrama de la Comisión Nacional del Mercado de Valores en 1998	14
1.2	Plantilla de la CNMV	17
2.1	Consultas y reclamaciones atendidas por la CNMV	20
2.2	Registros oficiales de la CNMV: mapa de consultas	21
2.3	Entidades contra las que se reclama	22
2.4	Relación de entidades financieras contra las que se presentaron reclamaciones en 1998	22
2.5	Resumen del resultado de las reclamaciones presentadas en 1998	24
3.1	Número de entidades registradas	30
4.1	Resumen de las auditorías de sociedades emisoras recibidas en la CNMV	40
4.2	Requerimientos formulados a sociedades cotizadas durante 1998 en relación con la auditoría de cuentas del ejercicio 1997	41
4.3	Registro de expedientes de emisión y OPV	44
4.4	Ofertas públicas de venta registradas	44
4.5	Principales diferencias de las participaciones preferentes con otros activos	48
5.1	Principales bolsas europeas: capitalización, contratación y número de valores admitidos	60
7.1	Suspensiones temporales de cotización en bolsa	76
7.2	Garantías diarias actualmente vigentes vs. garantías anteriores	76
7.3	Ofertas públicas de adquisición de valores (OPA)	79
7.4	Ofertas públicas de adquisición de valores en 1998	80
8.1	Actuaciones de la unidad de vigilancia de los mercados	83
8.2	Número de infracciones	86
8.3	Tipos de infracciones en expedientes	87
8.4	Sanciones impuestas	87
8.5	Resolución de expedientes sancionadores en 1998	92
8.6	Relación de sentencias recaídas en recursos contencioso-administrativos (R.C.A.) durante 1998 contra resoluciones en materia de sanciones	94

Índice de gráficos:

7.1	Volatilidad del Ibex-35	77
-----	-------------------------------	----

Índice de recuadros:

■	Nueva regulación de las tasas de la CNMV	16
■	Implantación del sistema CIFRADO/CNMV para la remisión de información cifrada y firmada electrónicamente	18
■	Algunas recomendaciones de la CNMV inspiradas en el contenido de las reclamaciones presentadas	27
■	La publicidad de las instituciones de inversión colectiva	32
■	Reunión de presidentes de los mercados	37
■	Cambios en la comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas	42

■ Implantación del Código de Buen Gobierno en las sociedades españolas cotizadas	43
■ Criterios utilizados en la verificación del primer fondo de titulación de activos registrado en la CNMV	49
■ La adaptación al euro en los sistemas informáticos de la CNMV	52
■ El marco legal de referencia para la adaptación al euro	53
■ Transparencia en la determinación del valor liquidativo de los fondos	66
■ Sistemas internos de control, seguimiento y evaluación continuada de riesgos.....	67
■ Custodia de valores	68
■ Desarrollo de la nueva regulación sobre operaciones de las IIC con productos derivados	70
■ Criterios recomendados por la CNMV en relación con la gestión de órdenes al cierre de la sesión en el SIBE y la elección de precios de referencia para los productos financieros con rendimiento asociado a valores que cotizan en dicho segmento (Carta Circular 5/1998, de 30 de marzo)	72
■ La nueva modalidad de negociación de «fixing» en el mercado de renta variable .	74
■ El sistema de negociación de bloques en el mercado de renta variable	75
■ Agilización del procedimiento para la obtención de titularidades	84
■ Intermediarios no registrados	88
■ Caso AVA/SOCIMER	89
■ Libro sobre una década de jurisprudencia del mercado de valores	101
■ Documentos de trabajo de la CNMV a consulta pública	105
■ Avances en la cooperación entre los países miembros de FESCO	110
■ Colaboración de la Swiss Federal Banking Commission	111

ABREVIATURAS

AIAF :	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
ANNA:	Asociación de Agencias Nacionales de Codificación de Valores/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
ESI:	Empresa de Servicios de Inversión
FESCO:	Foro de Comisión de Valores Europeas/Forum of European Securities Commissions
FIAMM:	Fondos de inversión en activos del mercado monetario
FII:	Fondos de inversión inmobiliaria
FIM:	Fondos de inversión mobiliaria
FTA:	Fondos de titulación de activos
IIC:	Instituciones de inversión colectiva
ISIN:	Código Internacional de Valores/International Securities Identification Number
LIIC:	Ley de instituciones de inversión colectiva
LMV:	Ley del mercado de valores
LSA:	Ley de sociedades anónimas
MEFF RF:	Mercado de futuros financieros renta fija
MEFF RV:	Mercado de futuros financieros renta variable
MEH:	Ministerio de Economía y Hacienda
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
SGFT:	Sociedades gestoras de fondos de titulación
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:	Sociedades de valores y bolsa
UE:	Unión Europea
UME:	Unión Económica y Monetaria

Organigrama

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) adoptó a principios de 1998 un nuevo organigrama con la finalidad de acometer con mayor eficacia sus funciones en el escenario actual de los mercados de valores, caracterizado por un fuerte y sostenido crecimiento del sector sujeto a supervisión y por los desafíos de la nueva realidad europea. La experiencia de funcionamiento con el nuevo organigrama ha sido positiva, por lo que no ha registrado modificaciones sustanciales.

El cuadro 1.1 resume la estructura actual de la CNMV. Las actividades básicas se concentran en cuatro Direcciones Generales: Estrategia, Fomento, Supervisión y Mercados Primarios. El organigrama se completa con seis divisiones de contenido horizontal - Inspección, Secretaría del Consejo y Servicios Jurídicos, Estudios, Sistemas de Información, Secretaría General y Comunicación - y el Área de Relaciones Internacionales.

Las funciones encomendadas a las cuatro Direcciones Generales son:

- Estrategia: impulso del plan estratégico de los mercados españoles y desarrollo de su regulación en la perspectiva de la nueva etapa que se inició en enero de 1999, con la entrada en vigor de la tercera fase de la Unión Monetaria.
- Fomento: apoyo y supervisión de la creación de nuevas empresas de servicios de inversión (ESI) e instituciones de inversión colectiva (IIC) y desarrollo de iniciativas de promoción del mercado de valores.
- Supervisión: centralización de las funciones de seguimiento de los mercados secundarios y supervisión de las empresas de servicios de inversión y de las instituciones de inversión colectiva - supervisión a distancia e “in situ”.
- Mercados primarios: verificación y registro de los folletos de emisión, admisión a negociación y ofertas públicas de venta de valores (OPV), autorización de ofertas públicas de adquisición (OPA) y gestión de la información sobre sociedades cotizadas-participaciones significativas, autocartera, información económico-financiera y cuentas anuales.

1

ORGANIZACION Y GESTION

Cuadro 1.1

ORGANIGRAMA DE LA COMISION NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES EN 1998

	DIVISION	FUNCIONES
CONSEJO	Dirección General de Estrategia	Planificación estratégica Desarrollo normativo: Directivas Comunitarias, legislación nacional, normativa CNMV Representación de la CNMV en la Unión Europea: Grupo de Alto Nivel de Supervisores de Valores (UE)
	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 Servicio de Compensación y Liquidación de Valores. Delegación en Cataluña: prestación de todos los servicios de la CNM en Barcelona
	Dirección General de Mercados Primarios	Emisión de valores y OPV Admisión a negociación Participaciones significativas Autocartera OPA
	Dirección General de Supervisión	Supervisión - a distancia e "in situ" - e intervención de entidades Supervisión de los mercados secundarios Información al mercado de hechos relevantes Exclusión y suspensiones de negociación
	Inspección General	Propuesta y tramitación 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 los Organos 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 de la coyuntura financiera Estudios sobre los mercados de valores y el sistema financiero Bases de datos: estadísticas financieras
	Comunicación	Política de Comunicación de la CNMV Relaciones con medios de comunicación
	Relaciones internacionales	Foros multilaterales: IOSCO, FESCO, Joint Forum Relaciones bilaterales con comisiones de valores de otros países

Administración

El pasado ejercicio continuó la tónica de fuerte crecimiento de la actividad en los mercados de valores característica de los últimos años. Se pueden destacar, como ejemplo, la evolución de la inversión colectiva, cuyo patrimonio se incrementó en un 26%; el aumento del 60% en la contratación bursátil; o la actividad de las OPV - privatizaciones más salidas a bolsa y otras operaciones -, que alcanzaron un importe cercano a 1,9 billones de pesetas, superior en más de me-

dio billón al del año anterior. Este contexto expansivo de los mercados demanda una multiplicación de los actos de supervisión. La inaplazable necesidad de actualizar los recursos humanos a las exigencias actuales de la supervisión motivó que el Consejo de la CNMV elaborase, en mayo del pasado año, un Plan Trienal de Reforzamiento, compatible con el actual marco de austeridad presupuestaria de las administraciones públicas. Refrendado por los Ministerios de Economía y Hacienda y Administraciones Públicas, el citado plan contempla un importante incremento de la plantilla entre los años 1998 y 2000. Además, dada la imposibilidad de mantener la sede actual para acoger la plantilla prevista, se tomó la decisión de adquirir un inmueble de mayor capacidad.

Gestión económica

El crecimiento de la actividad en los mercados de valores dio lugar a un nuevo aumento de los ingresos percibidos por la CNMV. En conjunto, los ingresos ascendieron a 4.837 millones de pesetas, de los que 4.451 procedieron del cobro de tasas. A pesar de que en el último trimestre se produjo una sustancial rebaja de las tarifas en vigor - véase recuadro adjunto -, la recaudación por este concepto se incrementó en el 31% respecto al año anterior. Particularmente significativos fueron los incrementos en materia de tasas por registro de folletos de emisión (45%) y admisión a negociación de valores (82%). Asimismo, se produjo un fuerte incremento de las tasas por supervisión de los mercados secundarios (34%) e instituciones de inversión colectiva (22%). En contraste con la evolución de las tasas, los ingresos financieros disminuyeron el 47% debido al descenso de los tipos de interés.

Los gastos de explotación se elevaron a 2.260 millones de pesetas, lo que supuso un crecimiento del 15% respecto al año anterior. La partida más importante fue la de gastos de personal, que concentró el 69% de los gastos de explotación y creció el 9,6%. Dentro de este capítulo, los sueldos y salarios aumentaron el 9,1% para atender un incremento salarial, de carácter general, equivalente a la inflación prevista, el aumento de la plantilla - doce nuevos empleados al cierre del ejercicio - y diversas derivas salariales - promoción del personal, complementos por antigüedad, etc. Los gastos de formación para los empleados, que habían experimentado un significativo incremento en 1997 a causa de una política más activa en esta materia, se estabilizaron en torno al importe del año anterior - 31 millones de pesetas. Cabe destacar, asimismo, el notable aumento de las dotaciones para cubrir las compensaciones al cese en el cargo de los miembros del Consejo contempladas en el artículo 21 de la Ley del Mercado de Valores (41,6%), consecuencia de la renovación experimentada por ese órgano.

En cuanto al resto de las partidas de gasto, el incremento más notable se produjo en la contratación de servicios profesionales externos (53,6%), para hacer frente al aumento de la actividad de supervisión. El alquiler de nuevos locales para atender al crecimiento de la plantilla dio lugar a un fuerte incremento de los gastos de ese tipo (105,7%). Igualmente significativo fue el incremento de los gastos en seguridad (43,5%), así como los de desplazamiento de técnicos y directivos (21,1%), a resultas de una mayor presencia de la CNMV en los foros internacionales de supervisión.

El resultado del ejercicio se cifró en 2.555 millones de pesetas. Dadas las previsiones de inversión que resultan del Plan de Reforzamiento, el Gobierno, a propuesta del Consejo de la CNMV, acordó la asignación a reservas del beneficio de 1997, por un importe de 1.907 millones de pesetas.

Nueva regulación de las tasas de la CNMV

La CNMV se financia mediante tasas por los servicios que presta de acuerdo con las normas del mercado de valores. Su cuantía debe ser suficiente para cubrir las necesidades de la supervisión, pero no debe suponer nunca una carga innecesaria para las entidades que la satisfacen. De ahí que, ante el fuerte crecimiento de la actividad en el mercado de valores y la consiguiente expansión de la base sobre la que se aplican las tasas, éstas se hayan revisado a la baja en varias ocasiones durante los últimos años. En 1998 se ha procedido a un nuevo ajuste por ese motivo a través del Real Decreto 1.732/1998, de 31 de julio, sobre tasas aplicables por las actividades y servicios prestados por la CNMV, que, además, pretende agilizar los trámites en el cobro de las tasas.

Los cambios introducidos pueden resumirse, en sus líneas principales, como sigue:

- **IIC.** Reducción de la tasa de supervisión en un 30%, límite de 750.000 pesetas en el importe máximo de la tasa de inscripción de estas entidades en los registros oficiales y eliminación de la tasa sobre el registro del folleto por redundancia con la anterior.
- **Folleto de emisión y OPV.** Se mantienen los tipos anteriores pero se establecen un límite inferior de 250.000 pesetas y otro superior, que será de seis o diez millones según se trate de renta fija o variable. De esta forma se evita la exigencia de tasas desproporcionadas en operaciones de gran tamaño, o notoriamente insuficientes en operaciones de reducida cuantía.
- **Autorización de OPA.** Fija un límite inferior 500.000 pesetas y otro superior de diez millones a la correspondiente tasa de autorización.
- **Miembros de los mercados.** Se modifica la base de cómputo de la tasa por supervisión, adecuándola a los mismos parámetros utilizados en los mercados. De esta forma se facilita al operador el cálculo de sus costes. La tasa se computa a partir del número de operaciones realizadas y la tarifa aplicable a cada una de ellas se fija en función de su tamaño. Las inferiores a 5.000 pesetas quedan exentas y las superiores a 50 millones tienen un límite máximo de 180 pesetas.
- **Entidades adheridas al SCLV.** En este caso, se ha estimado necesario incrementar la tasa aplicable trimestralmente por supervisión, que pasa del 0,002 por mil del saldo de valores que la entidad mantenga en el Servicio, al 0,012 por mil de dicho saldo. Conjuntamente, las modificaciones relativas a los miembros de los mercados y a las entidades adheridas tienen un impacto neutral sobre los ingresos de la CNMV y suponen una reasignación de las tasas entre ambos tipos de entidades más acorde con los costes efectivos de la supervisión en cada caso.

Se estima que, globalmente, estas medidas tendrán un impacto reductor del 20% en los ingresos por tasas de la CNMV.

Por lo que se refiere a la agilización de procedimientos y reducción de carga administrativa a los sujetos pasivos, el nuevo régimen, dado que todos los datos necesarios para realizar la liquidación ya obran en poder de la CNMV en virtud de sus facultades de supervisión, determina que será esta entidad la que practique las correspondientes liquidaciones, con la consiguiente reducción de la carga de trabajo para los sujetos pasivos.

Recursos humanos

Como se ha señalado, la CNMV acometió durante 1998 una mayor carga de trabajo manteniendo básicamente la dotación de medios humanos. Se estimó, sin embargo, que el aumento de la actividad de los mercados de valores reflejaba una tendencia que se iba a mantener, e incluso se podía acelerar, durante los próximos años, por lo cual se hacía necesario ampliar la plantilla laboral. Así, el Consejo de la Comisión aprobó el 13 de mayo de 1998 el Plan de Reforzamiento

de los medios personales de la CNMV. Su elaboración supuso un importante esfuerzo de planificación de las actividades a desarrollar durante los próximos años, teniendo en cuenta los grandes cambios cualitativos y cuantitativos surgidos en el ámbito de supervisión: crecimiento general de la actividad en el mercado de valores, desarrollo de nuevas áreas de actividad, introducción del euro y nuevo escenario de la supervisión en Europa, etc.

En esencia, el Plan conllevará un aumento de 65 empleados en tres años - 1998, 1999 y 2000 - sobre la plantilla a 1 de enero de 1998, lo que representa un crecimiento cercano al 34%. En consonancia con la política de la Administración del Estado destinada a facilitar la reasignación de los recursos humanos en función de las necesidades, el Plan reservó 25 plazas - el 38% del total - para funcionarios de la Administración del Estado. En el mes de julio de 1998 se convocaron los procesos de selección de las 29 plazas correspondientes a dicho año. Los nuevos empleados se incorporaron a sus puestos de trabajo en enero de 1999.

Los principales destinos de las nuevas plazas son las Divisiones de Supervisión, con 26 plazas, Fomento, con nueve, e Inspección, con cinco. El resto se distribuirá entre Sistemas de Información, Estrategia, Secretaría del Consejo, Secretaría General y Estudios.

El programa Técnicos 2000, destinado a la formación de jóvenes de titulación reciente y sólido expediente académico, a los que se incorpora a la institución mediante un contrato en prácticas de dos años de duración, continuó su andadura en 1998. De los 14 técnicos incorporados en la convocatoria de 1997, 13 continuaron con su programa de formación. A ellos se unieron, tras la segunda convocatoria celebrada en julio de 1998, otros 10 técnicos. La principal novedad de dicha convocatoria fue la apertura del proceso de selección a titulados con formación matemática - ciencias exactas, ingenierías, etc. -, además de la tradicional convocatoria dirigida a licenciados en económicas y derecho.

Cuadro 1.2
PLANTILLA DE LA CNMV
COMPOSICIÓN POR CATEGORÍAS PROFESIONALES

Categoría	Número de empleados	
	1997	1998
Servicios	9	9
Administración	45	44
Técnicos	108	112
Técnicos en prácticas	14	23
Dirección	16	16
Total	192	204

Recursos informáticos

La modificación de todos los programas informáticos para adaptarlos a la introducción del euro y la prevención del efecto 2000 constituyeron en 1998 tareas prioritarias para la gestión de los recursos informáticos de la CNMV. Entre otros procesos de mejora informática llevados a cabo durante el año pasado cabe citar, por su especial trascendencia, el desarrollo de nuevas aplicaciones para las sociedades gestoras de IIC, que permitan la remisión periódica tanto de la información solicitada por el Banco Central Europeo como de la contenida en la nueva regulación sobre inversión en productos derivados.

Además se ha dotado a la web de la CNMV en Internet de nuevos contenidos como son la inclusión en tiempo real de los hechos significativos registrados, la incorporación de folletos y auditorías a texto completo y la posibilidad de descarga de ficheros con estados financieros para su tratamiento en hoja de cálculo.

Implantación del sistema CIFRADO/ CNMV para la remisión de información cifrada y firmada electrónicamente

La División de Sistemas de Información de la CNMV ha desarrollado el sistema CIFRADO/CNMV, que permite a las entidades supervisadas remitir documentos a la CNMV por vía telemática, mediante la utilización de un sistema de cifrado y firma electrónica. Su implantación - acuerdo del Consejo de la CNMV de 11 de marzo de 1998 - ha constituido un hito en el ámbito de las Administraciones Públicas españolas que, por vez primera, han adoptado de forma práctica un sistema de esas características. Dado el gran interés despertado por este sistema, se ha procedido a su adaptación para que pueda ser utilizado por otros organismos de la administración pública.

De momento, en lo que respecta a la CNMV, esta vía está abierta únicamente a entidades de valores y a sociedades gestoras de IIC. Un total de 20 entidades la utilizan regularmente para remitir a la CNMV sus estados financieros mensuales, con un resultado plenamente satisfactorio. Asimismo, CIFRADO es utilizado para la incorporación de activos a los fondos de titulización. Próximamente se ampliará su ámbito de utilización a las empresas cotizadas, que podrán remitir por esa vía la información trimestral y semestral al mercado. En última instancia, se pretende que todas las entidades supervisadas puedan remitir su información periódica a la CNMV a través de CIFRADO/ CNMV, lo que supondrá un notable ahorro en el tiempo de recepción y carga de esta información, además de permitir la automatización del proceso sin la utilización de ningún otro soporte distinto a la línea telemática.

La Delegación en Cataluña

La Delegación de la CNMV en Cataluña, que cumplirá tres años de existencia el próximo 17 de abril de 1999, vivió durante 1998 un año de consolidación. Afirmada ya su estructura interna - la Delegación cuenta con unidades de gestión en cuatro grandes áreas de actividad: atención al público, supervisión, fomento y mercados primarios - y robustecida notablemente en medios humanos - el personal de la Delegación se ha doblado respecto a 1997, pasando de cinco a diez empleados -, la dependencia barcelonesa de la CNMV ha encarado decididamente sus retos al servicio de los inversores y la comunidad financiera de esa plaza.

En el plano de la supervisión de las entidades que están sujetas al control de la CNMV, la Delegación está contribuyendo de manera destacada a una mayor eficacia de la supervisión "in situ" de las numerosas entidades radicadas en aquella capital a las que, por otra parte, se facilita la tramitación de sus obligaciones de información y de los procedimientos administrativos. Resulta notable el considerable aumento del número de proyectos de constitución e inscripciones de IIC tramitados - un total de 212 frente a 121 en 1997. Los emisores también se beneficiaron de la disponibilidad de una Delegación y durante el pasado año tramitaron en ella 43 expedientes de emisión y admisión - 28 durante 1997.

En el ámbito de la información directa al público y las reclamaciones, la Delegación se ha convertido en un punto de referencia para los inversores y los profesionales catalanes. Durante 1998, sus empleados atendieron a un total de 1.619 personas por consultas directas a los registros oficiales y dieron curso a 65 reclamaciones. El Registro General de la Delegación reflejó 7.309 entradas y se tramitaron 1.984 liquidaciones por tasas.

2

CONSULTAS Y RECLAMACIONES DEL PÚBLICO

La atención directa al público a través de consultas y reclamaciones constituye una de las actividades a las que la CNMV otorga mayor relevancia. En 1998, se atendieron más de 31.000 peticiones de información formuladas por ciudadanos interesados en determinados aspectos del mercado de valores o en presentar reclamaciones contra determinadas actuaciones. El Departamento de Atención al Público puso a disposición de los interesados la vasta información disponible en los registros oficiales y, en la medida requerida por cada caso, el apoyo de los profesionales de la institución.

El cuadro 2.1 ofrece un desglose de las consultas atendidas, clasificadas según la vía utilizada. En esta estadística, que incluye las reclamaciones presentadas, predominan las consultas telefónicas e “in situ”, aunque son cada vez más numerosas las realizadas a través del correo electrónico y el acceso directo a la página web de la CNMV. Los inversores pueden acceder ya, a través de Internet, a un amplio catálogo de datos de alto interés contenidos en los registros oficiales: folletos e información financiera de los emisores, auditorías, hechos relevantes, participaciones significativas, diversos datos de IIC y entidades de valores, etc. El cuadro 2.2 ofrece un resumen de la información disponible en los registros oficiales y sus correspondientes vías de consulta.

Cuadro 2.1

CONSULTAS Y RECLAMACIONES ATENDIDAS POR LA CNMV

	1998	1997
Consultas telefónicas	24.325	21.302
Correos electrónicos (*)	965	219
Consultas por fax	532	398
Consultas por escrito	98	105
Consultas “in situ”	3.826	3.542
Entrevistas personales	968	752
Reclamaciones	988	609
Total	31.702	26.927

(*) En funcionamiento desde abril de 1997.

Cuadro 2.1

REGISTROS OFICIALES DE LA CNMV: MAPA DE CONSULTAS

	Consulta directa en la CNMV			Internet	Diskette y CD-ROM
	Papel	Pantallas	Disco óptico		
Comunicaciones previas	Desde 1.989	Desde 1.989	Desde 1.994	Desde 1.989	
Emisiones	Desde 1.989	Desde 1.989	Desde 1.990	Desde 1.989	
Admisiones a negociación	Desde 1.989	Desde 1.989	Desde 1.990	Desde 1.989	
Folletos de inscripción de IIC	Desde 1.989	Desde 1.989	Desde 1.998	Desde 1.998	
Expedientes de inscripción de sociedades y agencias de valores	Desde 1.989	Desde 1.989	Desde 1.998	Desde 1.998	
Auditorías:					
Emisores	Desde 1.986	Desde 1.986	Desde 1.986	Desde 1.986	Desde 1.990
IIC	Desde 1.989	Desde 1.989	Desde 1.993		
Sujetos del mercado	Desde 1.988	Desde 1.988	Desde 1.993		
Sujetos del mercado y Grupos consolidables	Desde 1.993	Desde 1.993			
Sociedades rectoras de Mercados	Desde 1.989	Desde 1.989			
Informes especiales	Desde 1.991	Desde 1.991			
Información financiera:					
Emisores	Desde 1.989	Desde 1.989		Desde 1.995	(*)
Información financiera de IIC	Desde 1.991	Desde 1.991	Desde 1.993	Desde 1.997	
OPA	Desde 1.989	Desde 1.989	Desde 1.998		
Escrituras de anotaciones en cuenta	Desde 1.989	Desde 1.989	Desde 1.998		
Tarifas de intermediarios	Desde 1.993	Desde 1.989			
Participaciones significativas	Desde 1.990	Desde 1.990		Desde 1.989	(**)
Hechos relevantes	Desde 1.990	Desde 1.989		Desde 1.989	
Contratos tipo de intermediarios	Desde 1.996	Desde 1.989			

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.

(*) Formatos ASCII y Windows.

(**) Formato ASCII.

La ventanilla de reclamaciones

La CNMV recibió en 1998 un total de 988 reclamaciones en relación con actuaciones de las instituciones y empresas supervisadas en el mercado de valores, lo que supone un notable aumento respecto al año anterior, incluso si se descuentan las relacionadas con el caso AVA, que dio lugar, por sí sólo, a la presentación de 221 reclamaciones - véase cuadro 2.3. Así, pues, se mantuvo la tendencia ascendente de años anteriores en el uso del servicio de reclamaciones de la CNMV, en línea con el fuerte crecimiento de las actividades en los mercados de valores, la ampliación experimentada por la base de inversores y la mayor difusión de la cultura financiera entre los mismos.

Las entidades financieras que prestan servicios en el mercado de valores - entidades de crédito, entidades de valores y sociedades gestoras - fueron las principales destinatarias de las reclamaciones presentadas por los inversores, como puede apreciarse en el cuadro 2.3. Destacan, entre ellas, las entidades de crédito - bancos y cajas de ahorro - que, en conjunto, sumaron un 60% del total. Como es habitual, también fue elevado el número de reclamaciones presentadas contra las sociedades emisoras.

Cuadro 2.3

ENTIDADES CONTRA LAS QUE SE RECLAMA

	N.º de reclamaciones		%	
	1998	1997	1998	1997
Sociedades rectoras y organismos supervisores	7	3	1	0
Entidades financieras	806	441	82	72
Emisores de valores	171	163	17	27
Otros	4	2	0	0
Total	988	609	100	100

La mayor parte de las reclamaciones se sustanciaron con el traslado de la pertinente información para el reclamante. En 57 reclamaciones, la CNMV emitió un informe favorable al reclamante. Un 5% de las reclamaciones fueron resueltas mediante avenimiento de las partes.

Cuadro 2.4

RELACION DE ENTIDADES FINANCIERAS CONTRA LAS QUE SE PRESENTARON RECLAMACIONES EN 1998

Entidades con más de dos reclamaciones	Reclamaciones	De las cuales	
		Resultas por avenimiento	Informe favorable al reclamante
BANCOS Y CAJAS DE AHORRO	594	42	50
ABBEY NATIONAL BANK, S.A.E.	3	1	
BANCO BILBAO VIZCAYA, S.A.	28	2	4
BANCO CENTRAL HISPANO, S.A.	27	3	2
BANCO DEL COMERCIO, S.A.	3		1
BANCO DE FINANZAS E INVERSIONES, S.A. FIBANC	3	2	
BANCO DIRECTO ARGENTARIA, S.A.	16		6
BANCO ESPAÑOL DE CREDITO, S.A.	26		2
BANCO EXTERIOR DE ESPAÑA, S.A. (ARGENTARIA)	20	4	1
BANCO INVERSION, S.A.	7		
BANCO POPULAR ESPAÑOL, S.A.	3		
BANCO SABADELL, S.A.	4	2	
BANCO SANTANDER, S.A.	58	10	12
BANCO URQUIJO, S.A.	3	1	2
BANKINTER, S.A.	9	2	1
BILBAO BIZKAIA KUTXA	3		
CAJA DE AHORROS DE GALICIA (CAIXAGALICIA)	3		
CAJAMADRID	26	3	2
CAJA POSTAL, S.A. (ARGENTARIA)	49	10	6
CITIBANK ESPAÑA, S.A.	4		1
DEUTSCHE BANK, S.A.E	11		
LA CAIXA	9		
MERRYL LINCH (Asunto AVA)	10		
MIDLAND BANK PLC. Sucursal en España (Asunto AVA)	165	2	
OPEN BANK, S.A.	3		
RESTO	63		

RELACION DE ENTIDADES FINANCIERAS CONTRA LAS QUE SE PRESENTARON RECLAMACIONES EN 1998

Entidades con más de dos reclamaciones	Reclamaciones	De las cuales	
		Resultas por avenimiento	Informe favorable al reclamante
SOCIEDADES Y AGENCIAS DE VALORES	125	1	6
AB ASESORES BURSATILES SVB, S.A.	6		3
ADEPA A.V., S.A.	3		1
AGENTES DE BOLSA ASOCIADOS SVB, S.A.	3		
AHORRO CORPORACION FINANCIERA SVB, S.A.	3		
AVA ASESORES AGENCIA DE VALORES S.A.	37		
BENITO Y MONJARDIN SVB, S.A.	4		
CENTRAL HISPANO BOLSA SVB, S.A.	3		
EUROSAFEI SVB, S.A.	4	1	
GAESCO BOLSA SVB, S.A.	3		
GENERAL VALORES Y CAMBIOS SVB, S.A./ Asunto AVA (3)	5		
IBERAGENTES ACTIVOS S.V., S.A.	5		1
LINK SECURITIES AVB, S.A./ Asunto AVA (6)	7		
RENTA 4 SVB, S.A.	10		
SIAGA AVB, S.A.	7		1
RESTO	21		
SGIIC, SGC y sociedades de inversión mobiliaria	45	2	-
AB ASESORES GESTION FONDOS SGIIC, S.A.	3		
ARGENTARIA GESTION SGIIC, S.A.	6		
GESBANSANDER, SGIIC, S.A./SANTANDER GESTION SGIIC, S.A.	9	2	
RESTO	23		
ENTIDADES NO REGISTRADAS	42	NO APLICABLE	NO APLICABLE
DIAGONAL DIVISAS, S.A.	6		
TRANSWORLD FINANCIAL SERVICES, S.L.	5		
DINAMICA DIRECTIVA, S.L	3		
INVESTAHORRO, S.A.	3		
ASOFI ASES.OP.FINANCIERAS/ VKA	2		
LYDDER CONSULTORES GENERALES, S.L.	2		
OVERSEAS ADVISORY CORPORATION	2		
AGRUPACION DE CAPITALES, S.A.	1		
BARCELONESA DE INV. BURSATILES	1		
BSC ASESORES, S.L.	1		
DELTA FOCUS, S.L.	1		
DOLOK PERMAI I.A.M.	1		
EXCON INC / OST EUROPA, S.L.	1		
EXPERTOS CONSULTORES UNIDOS EN DIVISAS, S.L.	1		
FOREX GESTION, S.A.	1		
INTERCAP OPTRADE & FINANCE, A.G.	1		
IPM (INDEPENDENT PROFESSIONAL MANAGEMENT)	1		
LEONARD BERNEY / IPM Inc.	1		
MONDIAL DIVISIAS, S.A.	1		
PACIFIC CONTINENTAL SECURITIES CORP.	1		
PERICIA, S.L.	1		
PROMOCIONES Y ASESORIA FINANCIERA, S.A.	1		
WBB INTERNATIONAL LTD.	1		

RESUMEN DEL RESULTADO DE LAS RECLAMACIONES PRESENTADAS EN 1998

Avenimiento	52
Información al reclamante	833
<i>de los cuales, con Informe favorable al reclamante</i>	57
Caducidad	14
Fuera de competencias CNMV	7
Desistimiento	4
Pendientes	78
Total	988

Algunas reclamaciones particularmente significativas

AVA

La apertura de un expediente sancionador y la declaración legal de suspensión de pagos de esta agencia de valores motivó la recepción de numerosas consultas telefónicas y escritos de reclamación presentados por inversores que solicitaban información acerca de la situación de la agencia y de lo que había ocurrido con sus inversiones. El Departamento de Atención al Público atendió a los inversores en todos los casos y les orientó sobre sus derechos y sobre la posibilidad de ejercerlos en el ámbito de los procedimientos judiciales abiertos en los que podían personarse los perjudicados. También se mantuvo contacto directo con las entidades a las que se traspasaron los valores no afectados de AVA para resolver las incidencias señaladas por los inversores cuyos valores habían sido traspasados.

Entidades no registradas

A pesar de las alertas realizadas en años anteriores, durante 1998 se recibieron numerosas reclamaciones presentadas por inversores que realizaron operaciones, y en muchos casos perdieron sus ahorros, con entidades no habilitadas para prestar servicios de inversión. El Departamento de Atención al Público puso todos los casos en conocimiento de la División de Inspección, señalando en algunos casos la competencia de la Brigada Central de Policía Judicial (Delitos Económicos-Fraudes Financieros). Se ha incluido en la página en Internet de la CNMV una nueva consulta, denominada "Advertencias al público", donde se informa a los inversores de la existencia de este tipo de conductas en casos concretos y de las medidas adaptadas para su cese.

Suspensión de negociación tras la finalización del plazo de aceptación de una OPA de exclusión

En fechas posteriores a la finalización del plazo de aceptación de la OPA de exclusión del Banco de Vitoria, formulada durante el primer semestre de 1998, se cruzaron operaciones en bolsa a unos precios sensiblemente superiores al pagado en la oferta, a pesar de ser notorio el hecho de que los valores serían inminentemente excluidos de contratación bursátil. Muchos inversores se quejaron de lo ocurrido y la CNMV, tras considerar el asunto, tomó la decisión de que, en adelante, se suspendiera la negociación de los valores de las sociedades afectadas por una OPA de exclusión durante los días que transcurren desde la finalización del plazo de aceptación de la oferta hasta el momento de su definitiva exclusión de contratación en las bolsas de valores.

Incidencias en el pago del bonus de fidelidad previsto en la OPV de Telefónica llevada a cabo en 1997

En el folleto de la OPV de Telefónica llevada a cabo durante los meses de enero y febrero de 1997 se contemplaba que aquellos inversores que mantuvieran durante un año el saldo medio diario de las acciones adjudicadas, tendrían derecho a un bonus de fidelidad consistente en la entrega gratuita de una acción nueva por cada veinte de las que les correspondiesen en la oferta. Sin embargo, algunos inversores, aunque mantuvieron el saldo diario de sus acciones, traspasaron sus títulos a otras entidades depositarias y esta circunstancia implicó, por problemas informáticos, que no recibieran en un primer momento el bonus de fidelidad. Tras quedar acreditado que los inversores reclamantes habían cumplido todos los requisitos, la CNMV se puso en contacto con las distintas entidades intervinientes para que, finalmente, los reclamantes pudieran recibir las acciones gratuitas que les correspondían, así como los dividendos y el importe de la venta de los derechos de suscripción preferente que tales acciones habían generado desde el momento en que se tenía que haber satisfecho el bonus.

Actuaciones de representantes de sociedades y agencias de valores

La realización de actuaciones irregulares por parte de algunos representantes de sociedades y agencias de valores fue también objeto de varias reclamaciones. Fruto de la preocupación de la CNMV por estas incidencias ha sido la emisión de dos Circulares que afectan de forma directa a esta materia: la Circular 1/1998⁽¹⁾, que exige que las entidades que actúen a través de representantes cuenten en todo momento con los medios adecuados para el control de las transacciones y relaciones del representante con los clientes, y la Circular 5/1998⁽²⁾, que regula un nuevo procedimiento para comunicar a la CNMV las relaciones de representación y contempla la publicidad que deberá darse a estas relaciones.

Valor liquidativo aplicable a las suscripciones y reembolsos de participaciones de fondos de inversión

Muchos inversores presentaron reclamaciones porque entendieron incorrecto el valor liquidativo que sus entidades habían aplicado a las operaciones de suscripción o reembolso de participaciones de fondos de inversión solicitadas. Aunque el valor liquidativo aplicado era correcto, prácticamente en todos los casos, se constató que el error de los inversores se producía porque éstos no contaban con una información clara sobre la manera en que se calculaban, aplicaban y comunicaban los valores liquidativos y que dicha confusión venía en gran medida inducida por lo que se les informaba en las propias oficinas de las entidades. La CNMV, consciente de estos problemas, remitió la Carta Circular 2/1998⁽³⁾, en la que comunicó sus criterios sobre este asunto y sugirió las medidas que las entidades deberían adoptar para evitar estas incidencias.

(1) Circular, 1/1998, sobre sistemas internos de control, seguimiento y evaluación continuada de riesgos.

(2) Circular, 5/1998, sobre representantes de sociedades y agencias de valores y sociedades gestoras de carteras.

(3) Sobre valoración de las suscripciones y reembolsos de participaciones en fondos de inversión y publicación diaria del valor liquidativo.

Información recibida de la entidad en la suscripción de participaciones de fondos de inversión

A raíz de numerosas reclamaciones, se constató que, muchas veces, las entidades no cumplen con su obligación de entregar el folleto informativo de los fondos a aquellos inversores que les comunican su intención de suscribir estos productos. Una Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 1 de octubre de 1998 viene a hacer más fácil el cumplimiento de esa obligación, básica para los suscriptores por la información que contiene, al permitir que el contenido del folleto y del informe trimestral a entregar con anterioridad a la suscripción de participaciones pueda ajustarse a un modelo de folleto reducido. Esta posibilidad resulta, sin duda, más cómoda para las entidades que ya pueden, incluso, poner los folletos reducidos a disposición del público en sus oficinas, en sustitución de los siempre parcialmente informativos folletos publicitarios.

Episodios de colapso del SIBE durante los días 28 y 29 de octubre de 1997

A consecuencia de una masiva afluencia de órdenes, el sistema informático del mercado continuo experimentó situaciones de colapso durante los días 28 y 29 de octubre de 1997. A pesar de que las bolsas adoptaron medidas excepcionales - interrupción de la contratación y alargamiento de la sesión -, éstas no pudieron evitar que las órdenes de los inversores, aún sin perder sus prioridades temporales, sufrieran grandes retrasos en su ejecución. Este hecho motivó que se presentaran diversas reclamaciones. Aunque se comprobó que las distintas entidades reclamadas no habían actuado, en ningún caso, de manera incorrecta, no parecía de recibo que sólo los inversores acarreasen con todos los perjuicios de una situación cuya responsabilidad no podía atribuirse a una persona o entidad específica. De ahí que la CNMV aconsejase a las entidades que atendieran cada supuesto concreto y trataran de llegar a acuerdos con sus clientes.

Consecuencias del prorrateo en la última OPV de Endesa

El resultado del prorrateo en la última OPV de Endesa no fue tan restrictivo como en ocasiones anteriores. De ahí que muchos inversores, cuyas peticiones habían sido artificialmente incrementadas a la espera de un fuerte prorrateo, recibiesen en adjudicación más acciones de las que habían previsto comprar. Al tener la inversión un coste mayor del esperado, se produjeron numerosos descubiertos en las cuentas de los inversores, que tuvieron que saldarse con la venta de las acciones adjudicadas "en exceso" a unos precios inferiores a los deseados. La CNMV señaló que ante situaciones similares, las entidades deberían advertir a sus clientes de la posibilidad de que se produzcan descubiertos si las peticiones se atienden en su totalidad y no se ha efectuado una provisión de fondos suficiente.

Algunas recomendaciones de la CNMV inspiradas en el contenido de las reclamaciones presentadas

A los inversores:

- Cerciórese de que el intermediario con el que trata está debidamente habilitado para prestar servicios de inversión.
- Antes de efectuar una inversión, recabe toda la información necesaria para tener un conocimiento cabal de las características de los productos, incluidos sus riesgos, las características del mercado en los que se negocian y el coste de la operación. Si los valores van a estar depositados en una entidad no residente, informe sobre la solvencia de la entidad y las garantías previstas en la legislación del país de que se trate. Si desconoce qué tipo de información debe estar preceptivamente a disposición de los inversores, el Departamento de Atención al Público de la CNMV puede ayudarle.
- Si confía la gestión de su cartera a un profesional, evite, por su riesgo, los mandatos de gestión absolutamente discrecionales.
- Desconfíe de las promesas de rentabilidad claramente por encima del mercado.
- Formalice contractualmente sus relaciones con los intermediarios y preste la debida atención a sus cláusulas. Conserve siempre una copia.
- No curse peticiones “infladas” en las OPV, podría resultar perjudicado si se le adjudicasen más valores de los deseados.
- Siempre que lo estime oportuno, puede exigir a su entidad que le facilite información detallada en papel sobre el estado actual de sus inversiones.
- Tenga en cuenta que los precios de las acciones y los valores liquidativos de los fondos de inversión publicados en los medios de comunicación - prensa, teletexto de televisión, etc. - no tienen carácter oficial.
- Diversifique el riesgo de su inversión entre diversos productos
- Tenga en cuenta que la volatilidad es una característica de la inversión en renta variable, y que por lo tanto el precio de los valores pueden registrar importantes alzas pero también descensos.

A los responsables de entidades financieras:

- Mejore la formación de sus empleados en relación con el mercado de valores. La insuficiente preparación del personal es, en muchas ocasiones, causa de una deficiente información a sus clientes.
- Facilite a sus clientes los folletos informativos preceptivos y de la documentación contractual relativa a la operación de que contrate.
- No aconseje a sus clientes, en ningún caso, el “inflado” artificial de peticiones con motivo de OPV. Recuerde que la entidad tiene, siempre, la posibilidad de exigir una previa provisión de fondos; si decide no hacerlo y acepta el mandato de su cliente, adviértale de la posibilidad de que se produzca un descubrimiento en su cuenta si, llegado el momento, no existe en ella una cantidad suficiente para atender el coste de la suscripción.
- Cuando se produzcan alteraciones sustanciales en las condiciones del mercado debido al lanzamiento de una OPA, o por otros hechos relevantes, contacte con los clientes que tengan órdenes pendientes de ejecución y puedan verse afectados. Recabe si desean cursar nuevas instrucciones.
- Recuerde que sólo se pueden cobrar comisiones por los servicios que estén clara y específicamente contemplados en los folletos de tarifas. Revíselos y clarifique aquellos conceptos que puedan resultar oscuros o equívocos.
- Facilite a los inversores una información precisa sobre los valores liquidativos aplicables en las suscripciones y reembolsos de participaciones de fondos de inversión.
- Cuando un cliente solicite el traspaso de sus valores a otra entidad, diligencie cuantas actuaciones sean necesarias para que la operación quede cumplimentada dentro de las cuarenta y ocho horas siguientes.
- Conozca la situación de su cliente, aconséjele lealmente y no olvide señalarle los riesgos de sus inversiones. Sea particularmente escrupuloso cuando la operación implique la selección de mercados y/o entidades depositarias radicadas en otros países: reúna y transmita a su cliente toda la información relevante en materia de riesgos y atégase a la normativa vigente.

La Agencia Nacional de Codificación de Valores

La Agencia Nacional de Codificación desarrolla una función de gran interés para los participantes en el mercado de valores, tanto a escala nacional como internacional, puesto que facilita la identificación de las emisiones de valores. Los emisores de valores, los intermediarios y los inversores realizan numerosas consultas relativas a los datos de la Agencia, gestionada por la CNMV.

En 1998, la actividad de los emisores de valores se tradujo en un incremento importante en los movimientos de la base de datos de la Agencia (altas, bajas y modificaciones), que pasaron de 5.406 en 1997 a 7.042. En este aumento de actividad han influido también la creación de nuevas SIMCAV y el hecho de que un buen número de sociedades haya realizado durante el año desdoblamientos de las acciones de su capital social, operación ésta que, de acuerdo con las reglas de codificación vigentes, supone la asignación de nuevos códigos ISIN.

Por el contrario, los movimientos de la base de datos de valores internacionales han disminuido (124 frente a 258 en el 97), debido, sin duda, a la posibilidad que ahora tienen los usuarios de los códigos de acceder a información sobre las emisiones de valores a través de los servicios que ofrecen los difusores profesionales de información financiera, o conectándose directamente al GIAM, red privada de intercambio de información entre Agencias de Codificación de Valores, cuyo acceso se ha abierto a otras entidades.

En lo que a difusión de información se refiere, la mayor utilización por parte de los usuarios del ISIN de las consultas de códigos que la Agencia ofrece en la red Internet, ha hecho que disminuyan las consultas directas a la Agencia por medios más tradicionales, como el correo, teléfono o fax. Este año la Agencia ha atendido 7.245 consultas (una media de 30 consultas diarias), frente a las 9.001 del año 1997. Se ha observado un pequeño aumento en las consultas de Agencias de Codificación extranjeras interesándose por emisiones españolas.

En el plano internacional, la Agencia ha seguido participando activamente en los grupos de trabajo de la Asociación de Agencias Nacionales de Codificación de Valores (ANNA). La asociación cuenta ya con 54 países miembros.

El pasado ejercicio los mercados de valores volvieron a mostrar una fuerte actividad en todos los ámbitos - negociación, salidas a bolsa, emisiones, OPAs, etc. -, lo cual es indicativo de su papel creciente en la financiación de la economía y en el destino del ahorro de las familias.

A finales de 1998, casi el 40% del ahorro financiero de las familias españolas se concentraba en valores, tanto de forma directa como indirecta, a través de fondos de inversión. El crecimiento de éstos fue especialmente significativo, lo que dio lugar a la inscripción en el registro de la CNMV de un elevado número de fondos de inversión. Además, en 1998 se han abierto sus posibilidades de inversión en productos derivados, y valores de deuda pública extranjera. Por otra parte, la diversidad y amplitud de los ahorradores que tienen sus ahorros depositados en estos instrumentos ha llevado a revisar, por una parte, los requisitos de información a que están sometidas estas entidades, y, por otra, la publicidad que se realiza sobre las mismas. En ambas cuestiones la CNMV ha tenido en cuenta la necesidad de combinar dos objetivos: la flexibilización de los requisitos que suponen un coste para la industria, con la obligada protección del ahorrador. En el primer apartado del capítulo se comentan las diversas medidas tomadas en relación con las instituciones de inversión colectiva.

El dinamismo de la actividad financiera, sin embargo, no se reflejó en las entidades de valores - ver apartado segundo -, cuyo número prácticamente permaneció invariable. La vía de expansión utilizada por muchas de estas empresas fue el contrato de agentes comercializadores externos, que actúan en representación de las sociedades y agencias de valores. Consciente de la importancia que están adquiriendo estos agentes, la CNMV consideró oportuno revisar la regulación de esta actividad, obligando a que se concrete en contratos de representación exclusivos respecto a una firma, y extendiendo a los representantes la obligación del cumplimiento del código de conducta de esta última.

Por último, en este contexto de crecimiento del negocio de valores y de su impacto sobre la sociedad española, la CNMV encaminó sus actuaciones de fomento hacia áreas de regulación y de funcionamiento de los mercados de particular importancia para la consolidación y continuidad del proceso expansivo. Una parte importante de las actividades de fomento han tenido como punto de mira el mercado de renta fija privada. El pasado año, los presidentes de las bolsas, de AIAF, del SCLV y de la CNMV, suscribieron un Protocolo de acuerdo para el desarrollo de este mercado. Se trata, en síntesis, de acometer las reformas necesarias para estimular la emisión, en territorio español, de valores de este tipo y evitar una futura deslocalización de la actividad. El momento es oportuno. Por una parte, disminuye la presión de la deuda pública sobre el mercado; por otra, crece la demanda de papel con el auge de la inversión colectiva. El Protocolo ya dio en 1998 algunos frutos que se exponen en el último apartado de este capítulo.

Instituciones de inversión colectiva

Inscripción de nuevas entidades

En 1998 se inscribieron en los registros de la CNMV un total de 403 nuevos fondos de inversión. Se produjo, pues, un notable crecimiento en el número de

3

FOMENTO DEL MERCADO

estas instituciones. No obstante, el aumento fue inferior al de 1997, cuando se registraron 512. Es previsible que a partir de ahora se produzca una reestructuración en la oferta de fondos debido a la adopción del euro y al próximo vencimiento de las garantías de numerosos fondos garantizados. La reciente reforma de la Ley del Mercado de Valores que contempla nuevas modalidades de IIC y las fusiones de fondos, ya sea por absorción o mediante la creación de nuevos fondos, facilitará este proceso.

Las nuevas IIC presentan características diferentes en comparación con las instituciones existentes, de forma que el conjunto de la oferta actual de IIC tiene los siguientes rasgos:

- Disminución de los fondos garantizados, que dejaron de ser mayoritarios en la nueva oferta.
- Más fondos - el 53% del total - con políticas de inversión orientadas, por lo menos parcialmente, hacia la renta variable.
- Menos fondos de renta fija - sólo el 6% de los nuevos fondos inscritos frente al 14% en 1997.
- Mayor interés por la inversión en mercados extranjeros. El 54% de los fondos registrados manifestaron en su folleto la intención de invertir en el exterior. Esta proporción se incrementa hasta el 78% dentro de los fondos garantizados referenciados a índices bursátiles extranjeros.
- Tendencia cada vez más acentuada, aunque todavía poco representativa, a crear fondos especializados en áreas geográficas o sectores económicos y fondos gestionados con referencias a índices, ya sea con objeto de replicarlos o de batirlos. El 10% de los fondos constituidos en 1998 se encuadra en alguna de estas categorías.

Cuadro 3.1

NUMERODE ENTIDADESREGISTRADAS

	Situación a 31/12/97	Altas	Bajas	Situación al 31/12/98
FIM	1.277	399	2	1.674
FIAMM	204	4	2	206
FII	4	1	0	5
SIM	218	18	5	231
SIMCAV	137	232	1	368
SGIIC	133	3	5	131
SGC	58	2	5	55
Depositarios	165	4	1	168
OICVM	110	16	10	116
SV	48	1	2	47
AV	58	2	3	58
Representantes	5.643	1.012	630	6.025

En relación con las SIMCAV, la implantación de un sistema de ventanilla única en enero de 1997 y la no exigencia de requisitos de difusión para la admisión y permanencia en bolsa de las mismas, propiciaron un aumento en el número de estas entidades todavía mayor que el del año anterior. En 1998 se han inscrito un total de 368 SIMCAV, por lo que el número total se ha multiplicado casi por cinco en tan sólo dos años.

Ampliación de la operativa en derivados

El aumento del patrimonio gestionado por las IIC, y la creciente tendencia hacia la inversión en activos internacionales, hacía necesaria la ampliación de sus posibilidades de cobertura en

mercados extranjeros. Así, como complemento a la Orden de 10 de junio de 1997, que amplió las posibilidades de operar con productos financieros derivados OTC, y mediante Acuerdo del Consejo de 27 de julio de 1998, la CNMV ha verificado la aptitud de todos los mercados organizados de derivados financieros radicados en Estados miembros de la OCDE para la inversión de las IIC españolas. Dicha medida supone una ampliación significativa de las posibilidades de inversión, ya que hasta ahora las IIC sólo podían invertir en los mercados de derivados españoles, en los europeos Deutsche Terminbörse (DTB), London International Futures Exchange (LIFFE) y Marché a Terme International de France (MATIF), y en el americano Chicago Mercantile Exchange (CME). Esta medida establece el necesario paralelismo con los mercados de contado en los que estas instituciones pueden invertir.

Inversiones internacionales de los FIAMM

En la misma línea de ampliar las posibilidades operativas de los fondos de inversión, en marzo de 1998, y mediante una carta circular⁽⁴⁾, la CNMV aclaró que deben considerarse como valores de elevada liquidez los representativos de la deuda pública de cualquier Estado, siempre que (i) se trate de valores u operaciones sobre valores con plazo de vencimiento, o remanente de amortización o reembolso, inferior o igual a dieciocho meses y (ii) se negocien en mercados secundarios oficiales de acuerdo con lo previsto en el artículo 17 del Reglamento de IIC. Esta medida, que se produce en un contexto de creciente interés por los valores e instrumentos emitidos en otros países, tiene como objetivo satisfacer mejor la demanda de los inversores españoles, y potenciar la competitividad de nuestras gestoras en el ámbito internacional.

Folleto e informes trimestrales reducidos

El crecimiento del número de ahorradores que han depositado su confianza en los fondos de inversión ha hecho necesario revisar algunos de los requisitos de información a los que están sometidos estas entidades. La finalidad es lograr que los partícipes, cada vez más heterogéneos en sus características y presumiblemente más sofisticados, reciban de una manera ágil información precisa y suficiente.

Por eso, la CNMV, en ejercicio de la función de asesoramiento que le encomienda el artículo 13 de la LMV, propuso al Ministerio de Economía y Hacienda la aprobación de una Orden Ministerial que posibilitase el uso y envío por las sociedades gestoras de folletos e informes trimestrales reducidos para fondos de inversión, en lugar de los folletos e informes completos que se venían facilitando, que por su tamaño son menos ágiles. La citada Orden se aprobó el 1 de octubre de 1998, y ha sido desarrollada en febrero de 1999 por una Circular de la CNMV.

Las normas establecen el contenido mínimo de los folletos e informes reducidos. Es preciso consignar que los gestores siguen teniendo la obligación de elaborar el folleto y los informes completos, que estarán siempre a disposición de los inversores en las oficinas de las entidades que participen en la comercialización del fondo. Asimismo, la CNMV mantiene a disposición del público, en su página web, todos los folletos e informes trimestrales, completos y reducidos, emitidos por los fondos. La reducción del contenido de los informes trimestrales y del folleto explicativo se ha producido sin merma de la calidad de información. De esta forma la información más relevante sobre los fondos de inversión se presenta, a través de los modelos reducidos de forma clara y concisa.

(4) Carta Circular 1/998, de 3 de marzo.

La publicidad de las instituciones de inversión colectiva

La popularidad de los fondos de inversión ha demandado una atención especial de la CNMV a la publicidad que llevan a cabo estos vehículos de ahorro. Las actividades publicitarias y, en general, la información que transmiten a los partícipes y al público las sociedades gestoras de fondos de inversión influyen en las decisiones de los ahorradores y, por lo tanto, resulta esencial que las mismas reflejen de manera adecuada, sin distorsiones, las características de los productos que se ofrecen, incluidos sus riesgos.

En España, aún cuando el artículo 94 de la LMV prevé la posibilidad de regular administrativamente la publicidad de las actividades relacionadas con el mercado de valores, se ha preferido establecer la autorregulación en esta materia, para evitar las rigideces que se derivarían de un modelo de regulación, ya fuera de autorización previa o de control posterior.

A través de la autorregulación, el sector podrá ejercer de manera responsable y con eficacia la ordenación de la actividad publicitaria de las IIC. Para facilitar esta tarea, la CNMV remitió el pasado año una carta circular en la que se recogen los principios generales que, en opinión de la CNMV, deberían ser tomados en consideración por el sector, a la hora elaborar un nuevo código de conducta publicitario adaptado a la situación actual de este mercado en auge, que impulse, refuerce y actualice el sistema de autorregulación por el que se ha optado.

Intermediarios

Inscripción de nuevas entidades de valores

Durante el pasado año, se produjeron pocos cambios en el número de entidades registradas. La implantación de la DSI, la introducción de la moneda única y la creciente internacionalización de nuestros mercados no han provocado grandes reajustes entre las entidades nacionales, ni están dando lugar a nuevas inscripciones de filiales de entidades extranjeras, aunque es de esperar que a lo largo de 1999 este sector se adapte al nuevo entorno mediante la adopción de decisiones estratégicas que mejoren su posición competitiva. El grupo de entidades independientes - no pertenecientes a grupos financieros - aumentó sólo en una entidad, ya que aunque se registraron tres altas, también se produjeron dos bajas. En el grupo de filiales extranjeras se produjeron cuatro bajas, dos de ellas firmas japonesas, seguramente fruto de la reestructuración de las entidades financieras en su país de origen.

Representantes de SAV y de SGC

Las entidades de valores ya constituidas están utilizando de manera notable la vía de los representantes para extender su red comercial en el territorio nacional. Como puede apreciarse en el cuadro 3.1, en 1998 se produjo un elevado movimiento en el registro de representantes, con un resultado neto de más de 300 nuevos agentes comunicados. La CNMV aprobó en

(5) Carta Circular 7/998, de 6 de mayo.

1998 una importante circular⁽⁶⁾ en relación con estos agentes, en la que se establecen ciertos principios que se deben respetar por las entidades de valores que utilicen representantes. Así, se ha determinado que la representación se debe hacer con carácter exclusivo respecto a una firma y con la actividad de los agentes claramente delimitada en los contratos que formalicen esa relación. También es esencial que estos agentes se sujeten a las normas de conducta imperantes en la empresa y que sus actividades estén integradas en los procedimientos de control interno de ésta. Asimismo, se simplifica el procedimiento para comunicar a la CNMV la celebración de nuevos contratos de representación y suprime esta obligación para las entidades de crédito, cuando éstas hayan comunicado las actividades de sus representantes al Banco de España.

Recomendaciones a los intermediarios en relación con los clubes de inversión

El auge del mercado bursátil ha animado la creación de clubes de inversión, en los que un grupo reducido de personas se asocian para invertir en bolsa. Se trata en general de iniciativas lógicas, destinadas a promover una mayor difusión de la inversión bursátil y de sus técnicas entre el público. Sin embargo, es preciso recordar que, en ningún caso, estos clubes son equiparables a las fórmulas de inversión colectiva reconocidas por nuestra legislación y que, en consecuencia, no puede desarrollarse una actividad pública de captación de fondos para los clubes, similar a la que realizan los promotores de fondos de inversión.

Para aclarar éste y otros extremos relacionados con los clubes de inversión, y ante las consultas formuladas por algunos intermediarios, la CNMV remitió el pasado año la Carta Circular 3/1998⁽⁷⁾, en la que se recoge un conjunto de recomendaciones a los intermediarios en el caso de que estos clubes soliciten sus servicios. Así, antes de aceptar el encargo, los intermediarios deberán comprobar que los estatutos del club, y el servicio concreto que se les solicita, no suponen una vulneración de áreas de actividad legalmente reservadas.

Mercados de valores

La adopción del euro y el proceso de internacionalización de los mercados exigen, más que nunca, un esfuerzo de innovación por parte de nuestros mercados. Durante 1998, la CNMV promovió o participó en distintas iniciativas para reforzar la posición competitiva de los mercados españoles. Entre las actuaciones destaca, por su trascendencia, el Protocolo acordado por las bolsas, AIAF, el SCLV y la propia CNMV para el desarrollo del mercado de renta fija privada. Al hilo de este importante acuerdo, durante 1998 se produjeron diversas novedades que afectan a la emisión y negociación de renta fija privada. También debe destacarse el acuerdo con las bolsas para agilizar la difusión de información al mercado por parte de las compañías cotizadas.

(6) Circular 5/998, de 4 de noviembre, sobre representantes de Sociedades y agencias de valores.

(7) Sobre negativa a contratar, captación pública de fondos para su gestión y clubes de inversión.

Protocolo de acuerdo para el desarrollo de los mercados de renta fija

La negociación de la renta fija privada española está actualmente fragmentada en dos mercados de características dispares: las bolsas y AIAF. En las primeras, la negociación se basa en la concentración y cruce de órdenes, los valores se representan mediante anotaciones en cuenta y la liquidación se apoya en una doble comprobación de saldos y referencias de registro. Por el contrario, AIAF es un mercado dirigido por precios, donde los valores están representados, predominantemente, mediante títulos físicos y donde la liquidación se realiza por saldos.

El deseo de impulsar este mercado, junto con el convencimiento de que una excesiva heterogeneidad en las características de los ámbitos de negociación limita el potencial de crecimiento del mercado de renta fija en su conjunto, llevó a los presidentes de las sociedades rectoras de los mercados bursátiles y AIAF, junto con los del SCLV y la CNMV, a firmar un Protocolo⁽⁸⁾ de acuerdo para armonizar los procedimientos operativos de ambos mercados y promover conjuntamente mejoras de distinto tipo. Documento suscrito el 29 de abril de 1998. Los firmantes del mismo se comprometieron a adoptar, dentro de sus competencias, medidas para generalizar la representación de valores mediante anotaciones en cuenta y establecer un sistema común de compensación y liquidación para la renta fija negociada en bolsas y AIAF. Asimismo, se acordó estudiar otras medidas que contribuyeran a impulsar las emisiones de renta fija privada en nuestro país.

Durante el pasado año se dieron ya pasos importantes en la doble dirección de armonización y fomento apuntados por el Protocolo, entre los que cabe destacar, por su importancia, los siguientes:

Anotaciones en cuenta y liquidación de valores

AIAF dio un importante paso en la implantación de las anotaciones en cuenta como sistema de representación para los valores admitidos a cotización en ese mercado. A través de una Circular emitida en junio⁽⁹⁾, el mercado acordó que todas las nuevas emisiones utilizaran ese sistema de representación. Asimismo, para facilitar la armonización de los sistemas de liquidación de la renta fija, el SCLV definió a través de una Circular⁽¹⁰⁾ las normas aplicables al sistema de registro contable de valores de renta fija representados mediante anotaciones en cuenta, así como a la compensación y liquidación de las operaciones realizadas con esos valores tanto en las bolsas como en AIAF.

Ajuste de las tasas de registro de emisiones de la CNMV

Se procedió a una nueva modificación del régimen de tasas⁽¹¹⁾ con objeto de ajustarlas al coste real de la supervisión. En los trámites de registro de emisiones y admisiones de valores de renta fija, se establecieron cuotas mínimas y máximas, que básicamente suponen un abaratamiento de los costes de emisión, especialmente para las de pequeña cuantía.

(8) Documento suscrito el 29 de abril de 1998.

(9) Circular de AIAF 2/1998, de 24 de junio, sobre valores representados mediante anotaciones en cuenta.

(10) Circular del SCLV 2/1998, de 15 de julio, sobre sistemas de registro, compensación y liquidación de valores de renta fija representados mediante anotaciones en cuenta.

(11) Real Decreto 1732/1998, de 31 de julio, sobre tasas aplicables por las actividades y servicios prestados por la CNMV, ver recuadro en Capítulo 1.

Flexibilización de los trámites de emisión, OPV y admisión a cotización

- **Medidas contempladas en la Ley de reforma de la LM V⁽¹²⁾.** La Ley de reforma de la LMV incluye diversas medidas en relación con los trámites de emisión y admisión a cotización, en línea con el objetivo de simplificación contemplado en el Protocolo. Destacan, por su importancia: (i) la flexibilización de los requisitos exigibles en las emisiones de valores similares a otros ya negociados en un mercado secundario, especialmente cuando ya exista una información suficiente en el mercado del emisor de los valores, o cuando los destinatarios de los valores sean inversores institucionales o profesionales; (ii) una mayor simplificación de los trámites de admisión; y (iii) la eliminación del requisito de escritura pública para las emisiones de pagarés que vayan a ser objeto de negociación en un mercado secundario, siempre que las características de los mismos consten en un folleto informativo.
- **Nuevas modalidades en materia de folletos, introducidas por el Real Decreto 2590/1998, de 7 de diciembre, sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores.** En esta importante norma se introduce, junto a otras medidas, una nueva clasificación de los folletos de emisión para adecuar de forma más eficiente los procedimientos de registro al funcionamiento del mercado, sin menoscabo de la transparencia exigible - véase Capítulo 4.
- **Aclaraciones en relación con algunos supuestos contemplados en el Real Decreto 291/1992, sobre emisiones y ofertas públicas de valores.** A través de una Carta Circular⁽¹³⁾, y como resultado de diversas consultas realizadas por emisores e intermediarios financieros, la CNMV aclaró los supuestos aplicables para que las emisiones de valores de renta fija, realizadas por residentes y no residentes, queden sujetas a las obligaciones de autorización o comunicación previa a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, previstas en el citado Real Decreto 291/1992. Estos supuestos constituyen una excepción dentro del modelo de libre emisión reconocido por nuestra legislación y son aplicables a muy pocas emisiones. En la misma Carta Circular, y con el mismo propósito de facilitar la interpretación de la normativa, se aclara también qué requisitos son exigibles para que las emisiones de renta fija, por residentes y no residentes, puedan acogerse a las excepciones parciales de registro - fundamentalmente la exención del registro del folleto - previstas en el citado Real Decreto.

Utilización de valores de AIAF como garantía en la instrumentación de la política monetaria

La nueva instrumentación de la política monetaria europea posibilita la utilización de valores privados como garantía para que las entidades puedan obtener liquidez del banco central. Entre ellos se encuentran numerosos valores de AIAF, que ya se venían utilizando en dichas operaciones gracias a un acuerdo alcanzado entre este mercado y el Banco de España. La obtención de liquidez con valores privados se instrumenta a través de operaciones simultáneas, reguladas ya en 1997 por el mercado.

(12) Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1998, de 28 de julio, del mercado de valores.

(13) Carta Circular 6/1998, de 4 de mayo, sobre emisión de valores de renta fija por residentes y no residentes y admisión de valores a cotización [artículos 5 y 7 del Real Decreto 291/1992, sobre emisiones y ofertas públicas de valores].

La utilización de la renta fija privada en las operaciones de política monetaria contribuirá, sin duda, a impulsar la demanda, y por tanto las emisiones, de estos instrumentos. Como se señala en el apartado del Capítulo 7 dedicado al SCLV, es necesario ahora seguir dando pasos que permitan la más amplia utilización de estos valores con esta finalidad.

Tratamiento fiscal

El tratamiento fiscal de la renta fija privada ha mejorado notablemente tras la promulgación del Real Decreto 2717/1998⁽¹⁴⁾. Esta norma elimina la retención en la fuente por pago de intereses a la renta fija privada adquirida por personas jurídicas, siempre que la misma se halle representada mediante anotaciones en cuenta y se negocie en un mercado secundario oficial de valores. La deuda pública ya gozaba de esta ventaja, por lo que ahora se pone fin a un trato discriminatorio para los emisores privados.

Acuerdo con las bolsas para simplificar los procedimientos de información al mercado

Con el objetivo de facilitar el cumplimiento de las obligaciones legales y agilizar los procedimientos administrativos, las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Barcelona, Bilbao, Madrid y Valencia, y la CNMV acordaron implantar un sistema de ventanilla única a través del que podrá canalizarse: (i) la comunicación de participaciones significativas, (ii) la presentación de expedientes de admisión a cotización, (iii) la comunicación de hechos relevantes, y (iv) la remisión de cuentas anuales e informes de auditoría de emisores de valores admitidos a cotización. Es de esperar que este acuerdo se traduzca no sólo en una mayor facilidad de gestión de estas obligaciones para los emisores, sino también en una mayor celeridad de la puesta a disposición del público de la información.

Ajuste de las tarifas de las rectoras de los mercados de valores

El actual escenario de creciente integración financiera hace necesario considerar todas las medidas que contribuyan a aumentar la posición competitiva de nuestros mercados de valores. Conscientes de ello, la CNMV y las sociedades rectoras examinaron los sistemas tarifarios de nuestros mercados, teniendo en cuenta dos condicionantes: su comparación internacional y la necesidad de mantener el equilibrio financiero.

Como resultado, ya se han llevado a cabo cambios significativos en precios y comisiones aplicadas en los mercados, entre los que cabe destacar los siguientes:

- Los cánones por operaciones bursátiles de los tramos más bajos de la escala se han reducido en una horquilla que va desde el 8,5% al 3,0%. En el resto de tramos, donde la tarifa es muy competitiva a nivel internacional, la rebaja no supera el 2,5%. Además, se han introducido otros ajustes que disminuyen de forma efectiva las comisiones aplicadas a un buen número de operaciones.

(14) Real Decreto 2717/1998, de 18 de diciembre, por el que se regulan los pagos a cuenta en el IRPF y en el impuesto sobre la renta de no residentes y se modifica el Reglamento del impuesto sobre Sociedades en materia de retenciones e ingresos a cuenta.

- Entre 1998 y 1999 se ha reducido a la mitad el canon variable que pagan las empresas por la admisión de sus valores a negociación, y también se han rebajado de forma apreciable los costes de permanencia de la gran mayoría de compañías cotizadas: reducción del 25% por cada millón de capitalización bursátil de valores de renta variable, y del 50% por cada millón nominal de valores de renta fija.
- Las tarifas de compensación y liquidación de las operaciones bursátiles, excepto las penalizaciones por incumplimientos, se rebajaron en torno al 49% en 1998. Adicionalmente, por efecto del redondeo y otros ajustes introducidos al expresar las tarifas en euros, los cánones de liquidación se han vuelto a reducir, por término medio, otro 5% adicional.
- El tamaño del contrato de futuros y opciones sobre el bono nacional a 10 años se ha aumentado a 100.000 euros (16,6386 millones de pesetas, frente a los 10 millones anteriores), lo que supone para los miembros una rebaja efectiva de costes del orden del 40%. La tarifa del contrato de futuros y opciones sobre índice, que se ha ajustado al nuevo nominal de los contratos, incorpora un sistema de incentivos en función del volumen de contratos negociados.

Reunión de presidentes de los mercados

En 1997 comenzaron a celebrarse con cierta periodicidad reuniones de los presidentes de las Sociedades Rectoras de los mercados - bolsas de valores, AIAF, y MEFF -, del presidente del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores y del presidente de la CNMV. En 1997 se celebraron tres reuniones, y otras tantas han tenido lugar a lo largo de 1998. El propósito de dichas reuniones es intercambiar puntos de vista sobre distintos temas de interés conjunto, y plantear propuestas de estudio sobre cuestiones de regulación o de funcionamiento operativo de los mercados que puedan redundar en un aumento de la eficiencia de los mismos y, por tanto, de su competitividad en el marco europeo. Así, un tema de examen continuado han sido los posibles desarrollos en materia de estructura de los mercados españoles, especialmente en materia de contratación. También se fue examinando el avance de los mercados en su proceso de adaptación al euro. Otra cuestión de examen recurrente ha sido la situación del proceso legislativo de la nueva Ley del Mercado de Valores. Como temas concretos que se han examinado en dichas reuniones, que se han plasmado en acuerdos o modificaciones operativas de los mercados, hay que destacar el proyecto de "ventanilla única", ya comentado, para agilizar el proceso de ciertas comunicaciones exigidas tanto por la CNMV como los mercados, y la creación de los nuevos sistemas de contratación de los mercados - de bloques y de precios convenidos.

En dicha reunión se han presentado los informes correspondientes a diversos grupos de trabajo en marcha en la CNMV, también dirigidos al mismo objetivo de realizar propuestas que contribuyan a la mejora de la posición de los mercados españoles, bien por su eficacia operativa, bien por la reducción de costes. Con este fin han orientado sus informes el Grupo de trabajo sobre tarifas de los mercados - cuyas conclusiones han servido de orientación para llevar a cabo una revisión de los costes operativos. Otros grupos de trabajo en marcha están estudiando la posibilidad de establecer un nuevo mercado para empresas de pequeño y mediano tamaño, el tratamiento normativo de las operaciones extraordinarias, el proceso de desarrollo del mercado de renta fija, la adaptación de los mercados y empresas cotizadas al efecto del año 2000, o el tratamiento de nuevos productos de ahorro a la luz de la normativa de la LMV.

4

INFORMACION AL MERCADO DE LAS SOCIEDADES EMISORAS

El año 1998 puede caracterizarse como de gran actividad en los mercados de valores, debido a los volúmenes contratados y a los precios alcanzados por los activos, pero también al dinamismo del mercado primario. Las emisiones, las privatizaciones y las salidas a bolsa de empresas registraron un crecimiento significativo respecto al año anterior y contribuyeron a la popularización de la inversión en valores, sobre todo en acciones. El pasado año también se caracterizó por importantes innovaciones en materia de productos - participaciones preferentes y bonos de titulización -, reflejo de la creciente sofisticación de los inversores y del interés de los emisores por aprovechar todas las oportunidades del mercado.

La CNMV tiene la responsabilidad de asegurar que los inversores cuenten, a la hora de tomar sus decisiones, con una información veraz, suficiente y oportuna sobre los productos del mercado y las empresas que los emiten. En este sentido se ha venido insistiendo, año tras año, en la necesidad de mejorar la calidad de la información financiera que las empresas cotizadas proporcionan al mercado. Esta insistencia está dando sus frutos, pero aún hay áreas de la información manifiestamente mejorables, por lo que la CNMV mantendrá su esfuerzo en el futuro. La preocupación por la mejora de la información financiera es plenamente consistente con las recomendaciones de los organismos internacionales que, como respuesta a los recientes brotes de inestabilidad que han afectado a los mercados internacionales de capitales, aconsejan incrementar la transparencia financiera.

Entre los distintos puntos de atención en la actuación de la CNMV durante 1998, cabe destacar el de las auditorías, pieza clave para garantizar la calidad de la información financiera. Se continuó insistiendo en la necesidad de que las sociedades cotizadas presenten informes de auditoría limpios en relación a sus cuentas anuales. También cabe destacar la publicación de las recomendaciones del Código de Buen Gobierno de las empresas, que ya se han convertido en una referencia insoslayable a la hora de juzgar las garantías de control que los consejos de administración pueden ofrecer a los accionistas. Diversas empresas cotizadas ya han informado al mercado sobre el cumplimiento de esas recomendaciones.

Dentro del ámbito de los mercados primarios, el Real Decreto 2590/1998⁽¹⁵⁾ ha introducido importantes modificaciones en los folletos y en otros extremos relacionados con el proceso de emisión o de OPV con el propósito de agilizarlo y adecuarlo a la evolución del mercado. Las modificaciones introducidas mantienen el principio de que los folletos deben contener información completa y suficiente para que el inversor pueda formarse una opinión razonada sobre el valor y sobre la empresa emisora. Además, la CNMV ha delimitado el contenido de la publicidad en las OPV y ha realizado recomendaciones a las entidades que participan en colocaciones respecto a la emisión de informes de evaluación - "researchs" - sobre las empresas objeto de colocación.

(15) Real Decreto 2590/1998 de 7 de diciembre, sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores, que introduce modificaciones significativas en el Real Decreto de emisiones y OPV.

Información periódica de las sociedades cotizadas

Información trimestral y semestral

La CNMV continuó prestando una atención especial a determinados capítulos de los informes trimestrales y semestrales de las sociedades cotizadas que, en su opinión, siguen siendo cumplimentados de forma insatisfactoria. En particular, se prestó atención a los apartados “evolución de los negocios” y “bases de presentación y normas de valoración” y se recordó a los emisores la necesidad de incluir comentarios sobre la gestión de los resultados de las operaciones y de la posición financiera alcanzada por la sociedad. Es necesario que los emisores aumenten la información cuantitativa y que además proporcionen comentarios cualitativos especialmente sobre: resultados de las operaciones (ventas netas, coste de las ventas, gastos de personal, amortización, resultado de explotación, ingresos y gastos financieros, resultado ordinario, extraordinario, y resultado del período), grado de liquidez, recursos de capital (endeudamiento y fondo de maniobra) y carácter cíclico de los negocios.

Cuentas anuales e informes de auditoría

En el último ejercicio se ha observado una sustancial mejora, tanto en la calidad de las cuentas anuales presentadas por las sociedades emisoras, como en la opinión expresada sobre ellas por parte de sus auditores. Sin embargo el contenido de la información que las sociedades incorporan en sus cuentas anuales e informes de gestión sigue siendo mejorable. Para constatarlo no hay más que compararlo con los desgloses de información incluidos en los folletos informativos que los mismos emisores registran con motivo de una nueva emisión u OPV.

En relación con las auditorías, la CNMV considera esencial que las sociedades emisoras presenten informes de auditoría con opinión favorable sobre sus cuentas anuales, puesto que, en caso contrario, se dificulta la comprensión de las cuentas por parte de los inversores. Por ese motivo la CNMV todos los años reitera a los emisores la necesidad de que elaboren sus informes con la mayor calidad posible para evitar las salvedades, y, si éstas se producen, que tomen todas las medidas pertinentes para volver a remitir un informe limpio correspondiente a ese ejercicio.

Resulta satisfactorio comprobar que este esfuerzo sostenido está dando sus frutos, y que, como puede comprobarse en el cuadro 4.1, tanto el número de opiniones con salvedades, como el de opiniones denegadas o adversas ha descendido durante los últimos tres años. El citado cuadro refleja, además, un descenso en el número total de auditorías con salvedades y una reducción relativa en el número de limitaciones al alcance y en el de incertidumbres.

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

	1997	1996	1995
1. AUDITORIAS RECIBIDAS EN LA CNMV			
– Cuentas individuales	421	425	452
– Cuentas consolidadas	237	237	247
Total auditorías recibidas	658	662	699
– Informes especiales O.M. 30/9/92	98	114	152
2. OPINION DE AUDITORIA			
– Opinión favorable.....	552	520	504
– Opinión con salvedades	106	142	195
3. TIPOS DE SALVEDADES			
– Nº de auditorías con excepciones	54	67	98
– Nº de auditorías con incertidumbres y otras	71	102	145
– Nº de auditorías con limitaciones.....	10	20	27
Total auditorías con salvedades	106	142	195
4.1. EFECTOS SOBRE RESULTADOS DE LAS EXCEPCIONES			
– Nº de auditorías con efectos positivos	17	17	18
– Nº de auditorías con efectos negativos	24	43	69
4.2. EFECTOS SOBRE PATRIMONIO DE LAS EXCEPCIONES.....			
– Nº de auditorías con efectos positivos	16	11	24
– Nº de auditorías con efectos negativos	19	26	38
Total auditorías con excepciones.....	54	67	98
5. NATURALEZA DE LAS INCERTIDUMBRES Y OTRAS			
– Continuidad del negocio	26	37	32
– Contingencias fiscales	17	39	55
– Recuperación de activos.....	29	38	81
– Actualización activos en base a norma foral	0	2	16
– Contenciosos y litigios	17	23	29
– Denegación de opinión u opinión adversa	6	12	18
– Otras incertidumbres	19	43	43
Total auditorías con incertidumbres y otras.....	71	102	145

(*) Informes de Auditoría de Cuentas Anuales e Informes Especiales recibidos en la CNMV, hasta el 31 de diciembre de 1998.

En relación con las deficiencias detectadas en las cuentas anuales durante 1998, la CNMV adoptó diversas medidas, entre las que cabe citar las siguientes:

- Requerimiento a las sociedades cuyo informe de auditoría sobre las cuentas anuales de 1997 no incluyera una opinión favorable y fuera significativo el impacto contable de cada salvedad. En este sentido, se han enviado requerimientos a 35 sociedades, y 9 adicionales a aquellas sociedades cuya respuesta no daba respuesta suficiente al alcance y a la intención del primer requerimiento. En el cuadro 4.2 se puede apreciar el tipo de respuesta aportado para la resolución de las salvedades, destacando que la mayoría lo ha hecho satisfactoriamente.
- Seguimiento puntual de las limitaciones al alcance expresadas por los auditores en sus informes, requiriendo a las sociedades toda la información necesaria para que el auditor pudiera de-

sarrollar su trabajo. Sobre el particular destaca la disminución del número de auditorías con limitaciones al alcance en el 50% sobre las cuentas anuales de 1997.

- Envío de requerimientos (19) para que se subsanaran lagunas informativas existentes en la memoria aportada por las sociedades en sus cuentas anuales. Algunas memorias no habían incluido toda la información preceptiva, destacando dos aspectos: la no mención de las sociedades que posean más del 10% del capital de la sociedad que presenta la memoria y la no inclusión de información sobre sociedades participadas al 3% si cotizan en bolsa y del 20% si no cotizan. Los requerimientos tuvieron respuestas mayoritariamente satisfactorias.
- En los casos de sociedades que habían presentado informes de auditoría sin opinión por parte del auditor, se llegó a suspender la cotización del valor. La superación de las circunstancias que habían ocasionado la suspensión permitió la vuelta a la cotización de las acciones de Cartemar y Urbas.

Cuadro 4.2

REQUERIMIENTOS FORMULADOS A SOCIEDADES COTIZADAS DURANTE 1998 EN RELACION CON LA AUDITORIA DE CUENTAS DEL EJERCICIO 1997

Mercado continuo	Corros	Segundo Mercado
1.- Sociedades requeridas por salvedades y que las han solucionado o han fijado un plazo para ello.		
ACS	ALVI	
CEMENTOS PORTLAND	ANDRES RUIZ DE VELASCO	
COFIR	BODEGAS BILBAINAS	
CORPORACION BANESTO	CINSA	
EBRO AGRICOLAS	CONSERVAS GARAVILLA	
ERCROS	EL SARDINERO	
HISALBA	LUCTA	
HUARTE	MANUFACTURAS ANTONIO GASSOL	
PESCANOVA	TUBOS FORJADOS	
SOCIEDAD FINANCIERA Y MINERA	XEY	
2.- Sociedades requeridas por salvedades que no se van a resolver, en principio, en el corto plazo.		
EPPIC (en liquidación)	CARTEMAR	
GLOBAL STEEL WIRE	CLEOP	
LA SEDA DE BARCELONA	GRAND TIBIDABO	
NUEVA MONTAÑA QUIJANO	INMOBILIARIA ALCAZAR	
SARRIO	MINERO SIDERURGICA DE PONFERRADA	
SNIACE	PEBSA (suspendida de cotización)	
URBAS		
3.- Sociedades requeridas por salvedades que no han dado respuesta.		
	BOLSANOR	
	VICINAY	
4.- Sociedades requeridas por no enviar la auditoría y que a 31/12/98 no la habían remitido		
	JUMBERCA (Suspendida de cotización)	
	OROZCO	
	URBI (Suspendida de cotización)	

* Sociedad con valores emitidos a cotización en renta fija.

Nota: por no contener la Memoria toda la información que se desprende de la LSA, se enviaron requerimientos a: Bolsanor, Barcino, Cromogenia Units, Daltar, Esteban Espuña, Forjas de Berriz, Hilanderías Vera, Hispana Tres, Inmobiliaria Carroggio, Inversora de Arriendos Inmobiliarios, Inversiones Cervo, Inversora Condal, Lepanto, Manufacturas Antonio Gassol, Pebsa, Saarema Inversiones, PMRK Investment, Sedatex y Terreva.

Cambios en la comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas

Se han producido importantes modificaciones en la normativa sobre comunicación de participaciones significativas —Real Decreto 2590/98, sobre modificaciones del régimen jurídico del mercado de valores. Los cambios más relevantes han sido los siguientes:

1. Con vistas a lograr la máxima transparencia en las operaciones realizadas por residentes en los paraísos fiscales o regulatorios, se fija en el 1% el umbral para que exista obligación de comunicar las participaciones en sociedades cotizadas. También están sujetos a este porcentaje quienes actúen por cuenta de estos inversores (“nominees”).
2. Se incluye en el concepto de adquisición, las acciones concertadas en el ejercicio de los derechos de voto. Por lo tanto, deben ser comunicadas las modificaciones o disoluciones de los acuerdos de este tipo. En estos casos se considerará sujeto obligado al accionista que posea, previamente a la celebración del acuerdo, el mayor número de derechos de voto. La comunicación incluirá datos referentes a las personas físicas o jurídicas integrantes del acuerdo y de la participación concreta de cada interviniente, así como de los demás elementos esenciales del mismo.
3. Cuando el adquirente o transmitente carezca de titularidad jurídica, se considerará como sujeto obligado a realizar la comunicación a la sociedad gestora o a quien ostente la representación de la participación.
4. Se considera que los administradores tienen una obligación especial de comunicación, y si en el momento de acceder al cargo no poseen participación alguna en la sociedad cotizada, deberán realizar una manifestación negativa al respecto.
5. También se recogen casos especiales de comunicación: así quedan sometidas a las mismas obligaciones que los administradores, las personas físicas o jurídicas en representación de los cuales accedan al mencionado cargo.

Implantación del Código de Buen Gobierno en las sociedades españolas cotizadas

Las recomendaciones contenidas en el Código de Buen Gobierno, publicado en febrero de 1998 por la Comisión Especial para el estudio de los Consejos de Administración de las Sociedades, tenían como principales destinatarias a las sociedades cotizadas.

La realidad social viene poniendo de manifiesto desde hace tiempo la necesidad de una reforma en profundidad de las estructuras de gobierno de las sociedades. Las recomendaciones contenidas en el Código del Buen Gobierno reflejan la sensibilidad existente sobre esta materia. Los poderes públicos han entendido, al igual que en otros países de nuestro entorno, que esta reforma no puede ser producto de una imposición normativa, sino del convencimiento por parte de los propios administradores de las sociedades cotizadas de la conveniencia de adaptar sus órganos de gobierno a las exigencias impuestas por los diferentes agentes económicos y sociales. Estas exigencias varían dependiendo de las características de la sociedad - tamaño, estructura accionarial, sector al que pertenece, etc.

Importantes empresas cotizadas han mostrado ya su disposición a adoptar el Código de Buen Gobierno. En el mercado continuo, las que ya lo han hecho concentran un tercio de la negociación de ese segmento. Habrá que esperar, no obstante, a que las sociedades cotizadas manifiesten en su informe público anual si han asumido las recomendaciones del mencionado Código y en qué grado lo han hecho, para poder extraer una conclusión sobre el grado de implantación real. Con el fin de homogeneizar en la medida de lo posible estos informes, la CNMV envió en diciembre de 1998 una Carta Circular con el modelo a seguir para la elaboración del informe anual anteriormente citado. En la página web de la CNMV está disponible una consulta con amplia información sobre este asunto.

Implantación del Código de Buen Gobierno (datos a 31/12/1998)

- A 31/12/98, 13 sociedades cotizadas habían presentado su Reglamento de Consejo de Administración en la CNMV. Cinco de estos reglamentos habían sido adoptados antes de la publicación del Código de Buen Gobierno.

Abengoa	Continente	Funespaña	Tabacalera
Aceralia	Enaco	F. Paternina	Telefónica
Aldeasa	Endesa	Repsol	Tubacex
Argentaria			

Todas estas sociedades cotizan en el mercado continuo, donde concentraban a finales de 1998 el 33% de la capitalización. Ocho de ellas forman parte del Ibex-35, ponderando el 41% de la capitalización.

- En cuanto al resto de sociedades cotizadas, según sus folletos registrados en la CNMV desde la publicación del mencionado informe, 24 de ellas han realizado diferentes manifestaciones sobre la adopción de las recomendaciones incluidas en éste. Por ejemplo, 16 sociedades han declarado su intención de elaborar un Reglamento del Consejo, adaptando las citadas recomendaciones a las características de cada compañía:

Azucarera	Ebro SOS Arana	Iberdrola	Superdiplo
Bami	Europac	La Seda de B	Telepizza
Befesa	GMU	Obrascon Huarte	Radiotronica
Cofir	G. Picking Pack Inm.	Sniace	Zabalburu

- Otras siete sociedades han manifestado estar estudiando estas recomendaciones:

Acesa	Cia. V. de Cementos	Unión Fenosa	Zeltia
Catalana Occ.	Enher	Viscofán	

Emisiones y OPV

Durante 1998, la actividad de los mercados primarios fue intensa, tanto por el mayor número de expedientes registrados en la CNMV como porque el importe de los mismos creció en casi un 70%. Fue el segmento de la renta variable el que registró un mayor dinamismo, destacando las OPV, cuyo importe se aproximó a dos billones de pesetas debido a las privatizaciones. También el importe de las ampliaciones de capital fue elevado, al pasar de 132 millardos de pesetas en 1997 a 1,5 billones en 1998. Las más importantes fueron las de Telefónica - 427 millardos - y Banco Santander - 628 millardos.

Cuadro 4.3

REGISTRO DE EXPEDIENTES DE EMISION Y OPV

Importe en millardos de pesetas

	N.º de expedientes		Importe	
	1998	1997	1998	1997
Renta fija	109	113	3.091	2.156
Renta variable	150	103	2.874	1.445
Warrants	55	42	113	29
Total	314	258	6.078	3.630

Cuadro 4.4

OFERTAS PUBLICAS DE VENTA REGISTRADAS

Importe en millardos de pesetas

Sociedad	Importe*	Salida a bolsa
Privatizaciones	1.712,6	
Argentaria	372,6	
Tabacalera	287,9	
Endesa	1.052,1	
Otras	159,3	
Dogi	4,1	Si
Vilesa	3,6	
BBV (1).....	2,2	
Fastibex	8,5	
Mia	27,9	Si
Superdiplo	27,8	Si
Koipe	12,1	
Lucent Technologie (2)	1,1	
Alston (2)	0,3	
Befesa	16,0	Si
Europac	7,1	Si
Tele Pizza (1)	2,3	
Valauchan (2)	0,9	
Federico Paternina	3,9	Si
Transportes Azkar (3)	24,2	
Enaco	9,8	Si
Funespaña	7,5	Si
Total	1.871,9	

(*) Incorpora el volumen ofertado en los tramos nacional e internacional.

(1) Planes de opciones sobre acciones dirigido a empleados.

(2) Empresas no cotizadas.

(3) OPV registrada y paralizada en el periodo de prospección de la demanda.

Flexibilización en la presentación de folletos

A pesar del crecimiento registrado en los últimos años, el mercado primario de valores español tiene todavía un reducido tamaño y la creciente demanda de valores exige que las empresas acudan en mayor medida al mercado de capitales. Por eso resulta conveniente revisar y, en lo posible, abaratar los costes de acceso al mercado. Una parte de ellos se generan por los requisitos legales de información y registro y por los plazos que se emplean en el proceso de verificación de la documentación presentada. Los reguladores tienen la obligación de mantener el equilibrio entre los costes para los emisores y el beneficio que el mercado recibe de la transparencia.

Esta preocupación inspiró, en 1998, diversas medidas dirigidas a flexibilizar los requisitos de registro de folletos en las emisiones, recogidas en el Real Decreto 2590/1998. Las nuevas normas tratan de simplificar los trámites de registro de los folletos y adecuarlos a la naturaleza de las emisiones, asegurando siempre que en ese documento se refleje toda la información relevante para el inversor. De acuerdo con ellas, los folletos de emisión se clasifican en completos, continuados y reducidos. Estos últimos, a su vez, podrán ser folletos de emisión u oferta concreta o de programa. Se posibilita, así, que una entidad emisora puede registrar un folleto continuado en el que, además de la información sobre la compañía, se recojan las características esenciales de la emisión o emisiones que se pretenden realizar en un horizonte determinado de tiempo; dicho folleto deberá ser completado por un suplemento que recoja las características concretas de la emisión en el momento en que ésta se produzca. Los folletos se ajustarán a modelos aprobados por la CNMV y podrán ser distintos según el tipo de valores a emitir, las características de la entidad emisora, la cuantía de la emisión u otras circunstancias que justifiquen su diversidad.

Por otro lado, determinadas emisiones se beneficiarán de un excepción parcial en los requisitos de registro del folleto, siempre que no se trate de valores de igual naturaleza y análogas características que otros del mismo emisor admitidos a negociación en un mercado secundario oficial establecido en territorio nacional. La justificación de dichas exenciones es, básicamente, que siendo de tamaño reducido, los inversores a los que van dirigidas ya cuentan con información respecto a la empresa emisora, disponible a través de su particular relación con la misma. Las emisiones exentas de dichas obligaciones son:

- Las dirigidas a los trabajadores o jubilados de la entidad emisora o de su grupo.
- Las de acciones totalmente liberadas o de valores ofrecidos en canje de otros de la misma sociedad.
- Las de acciones exigidas por procesos de fusión o escisión.
- Aquellas cuyo importe total sea inferior a 1.000 millones de pesetas.

Finalmente, hay que destacar la eliminación de la obligación de registro de los folletos de admisión en los supuestos en que el folleto de emisión u oferta pública contenga una previsión sobre la admisión de los valores a negociación en bolsa. En estos casos, la admisión debe producirse antes del fin del plazo previsto en el folleto, que en ningún caso podrá exceder de seis meses.

Warrants

Con la misma intención de simplificar los trámites de emisión, la CNMV remitió ya en junio de 1998 una Carta Circular⁽¹⁶⁾ destinada a facilitar la emisión y admisión a cotización de wa-

(16) Carta Circular 8/1998, de 18 de junio, sobre verificación de emisiones y/o admisiones de warrants en la CNMV.

warrants, un instrumento que ha cobrado un notable relieve en nuestro mercado durante los últimos años. Así, en ella se recogía la intención “de flexibilizar el registro de emisiones y colocaciones de aquellas emisiones que, como los warrants, precisan desgloses de información específicos y donde la rapidez y oportunidad de colocación en el mercado son un factor importante para estas emisiones”. Con tal fin, se definió un folleto programa anual que recoge las condiciones generales de emisión, verificándose posteriormente un folleto reducido para cada emisión concreta. El RD 2590/98 prevé que el folleto programa anual puede servir de folleto de admisión, con lo cual para formalizarla bastará con la presentación del resultado de la colocación y de un certificado general de vigencia para la incorporación al registro público de la referida admisión, siempre y cuando ésta se produzca dentro del período de seis meses desde el registro de la emisión.

Publicidad en las emisiones

El Real Decreto 2590/1998 regula con mayor detalle la publicidad de los emisores u oferentes de valores. Cabe destacar, en este sentido, la prohibición de incluir en la publicidad mensajes o cuantificaciones no incluidos en el folleto.

Dentro de las actividades publicitarias, el Real Decreto consagra el uso de los denominados “trípticos informativos”, cuyo contenido regula. Estos deben ser elaborados por el emisor u oferente con la finalidad de completar la publicidad de su emisión u oferta pública de venta - son obligatorios cuando la emisión tiene publicidad. La nueva regulación establece que estos deben proporcionar un sumario de la información contenida en el folleto que sea fácilmente comprensible por los inversores y estar, obligatoriamente, a disposición de todos los adquirentes en las sucursales del emisor, entidad directora y entidades colocadoras.

Nuevas medidas y criterios en relación con las OPV

Las OPV han tenido un gran impacto en nuestros mercados, contribuyendo a la popularización de la inversión en valores. Estas operaciones han constituido, además, una importante fuente de negocio para las firmas de valores y las entidades de crédito, que han participado masivamente en las colocaciones. Como muchas de estas firmas realizan, con carácter habitual, servicios de análisis sobre empresas - “researchs”, en términos del mercado - que dan a conocer públicamente o, de forma restringida, a sus clientes, su participación en grandes colocaciones ha suscitado en algún momento dudas sobre posibles conflictos de intereses. En noviembre de 1998, la CNMV expresó su preocupación por este asunto a través de una Carta Circular⁽¹⁷⁾ en la que formulaba diversas recomendaciones en relación con las normas de conducta aplicables a la emisión de “researchs”. Poco tiempo después, el ya mencionado Real Decreto 2590/1998, volvió a incidir en este asunto, prohibiendo a las entidades colocadoras la publicación de informes sobre el emisor entre la fecha de registro del folleto y el fin de la colocación, salvo que se trate de informes periódicos que corresponda publicar de acuerdo con un calendario preestablecido. Se pretende, así, evitar que los conflictos de intereses den lugar a información no objetiva, susceptible de distorsionar el proceso de toma de decisiones de los inversores.

También en relación con las OPV, la CNMV ha venido exigiendo a los oferentes la presentación de un calendario, con las fechas y los compromisos de remisión de la documentación necesaria para la aprobación del expediente. La presentación de este calendario y el cumplimien-

(17) Carta Circular 10/1998, de 24 de noviembre, sobre normas de conducta aplicables a la actividad de análisis y asesoramiento.

to de los compromisos contraídos por el oferente facilitan el proceso de verificación y registro en la CNMV, agilizando el desarrollo de la operación en su conjunto. Además, con ello se favorece que las entidades financieras modulen mejor la información que transmiten al mercado en función del momento en que se halla la operación.

Nuevos productos y modificaciones en los existentes

Participaciones preferentes

A finales de octubre, a través de un acuerdo del Consejo⁽¹⁸⁾ se posibilitó la negociación de las participaciones preferentes - “preference shares”, en terminología anglosajona - en el mercado AIAF. Con ello se ha ampliado el abanico de activos que están a disposición de los inversores españoles y, en especial, se han creado unos valores que combinan un riesgo intermedio entre el de la renta fija y el de la renta variable, con una rentabilidad superior a la de las obligaciones.

Desde el punto de vista de su naturaleza jurídica - no contemplada específicamente en la legislación española - , las participaciones preferentes forman parte del capital social del emisor, pero los derechos que confieren a sus titulares difieren de los inherentes a las acciones ordinarias.

Desde el punto de vista del inversor algunos aspectos particularmente destacables de este tipo de valores son:

- El pago de dividendos de la participación preferente esta condicionado a la obtención de beneficios por parte del emisor o del garante suficientes para atender todas las emisiones anteriores y futuras de esta misma clase de valores.
- El carácter no acumulativo de los dividendos, que implica que en el caso de que no se abonaran por la circunstancia anterior se perdería el derecho a recibir dichos dividendos.
- El carácter perpetuo de la emisión.

Desde la perspectiva del emisor, estos valores no son deuda perpetua, sino que forman parte de su capital social. Por ello, en un supuesto de liquidación del emisor o del garante, las participaciones preferentes se unirían al resto de las emitidas por ambos, dado que todas se sitúan al mismo nivel en la prelación de pagos.

(18) Acuerdo del Consejo de la CNMV de 21 de octubre de 1998.

PRINCIPALES DIFERENCIAS DE LAS PARTICIPACIONES PREFERENTES CON OTROS ACTIVOS

	Acciones Ordinarias	Participaciones Preferentes	Obligaciones
Remuneración	No fija	Fija (no acumulativa, condicionada a la obtención de beneficio distribuible suficiente y a los límites impuestos por la normativa sobre recursos propios del Banco de España)	Fija o variable (no condicionada a la obtención de beneficios)
Plazo	Perpetuo	Perpetuo (con opción del emisor de amortización anticipada a partir del 5º año y coincidiendo con una fecha de pago de dividendos) *	Con vencimiento
Prelación ante situación concursal	Última posición	Por delante de las acciones ordinarias	Por delante de las participaciones preferentes y de las acciones ordinarias
Derechos políticos	Sí	No	No
Derecho de suscripción preferente	Existe	No existe	No existe
Régimen fiscal de las remuneraciones periódicas para residentes en España	Retención	Retención	Retención
Garantías	No	Sí	No/Sí

* Con previa autorización del Banco de España.

Fondos de titulización de activos

La titulización de activos tiene un elevado interés para empresas e inversores. Para las primeras puede suponer la posibilidad de acceder a una financiación atractiva en términos de coste o de transmisión de determinados riesgos. Para los inversores, supone un incremento en la oferta de productos financieros, esto es, aumenta sus posibilidades de selección y diversificación de riesgos. Estos motivos explican el desarrollo ya alcanzado por la titulización en Estados Unidos y en algunos países europeos. En España se realizan operaciones de titulización desde 1993, pero no tienen aún un peso comparable al de esos países.

El Real Decreto 926/1998⁽¹⁹⁾ pretende subsanar la insuficiencia del marco regulador de estas operaciones. La nueva regulación facilita la titulización de un mayor abanico de derechos de crédito, siempre bajo el respeto de la transparencia del proceso. Para ello se liberaliza la composición del activo de los fondos de titulización (FTA), que podrá estar integrado por derechos de crédito de naturaleza homogénea a los mantenidos por el cedente e incluso, con ciertas condiciones, por derechos de crédito futuros.

(19) Real Decreto 926/1998 de 14 de mayo, por el que se regulan los fondos de titulización de activos (FTA) y las sociedades gestoras de fondos de titulización (SGFT).

Por el lado del pasivo, los fondos deberán financiarse en más del 50% con emisiones de valores de renta fija, pudiéndose completar la financiación con préstamos bancarios. Los valores emitidos deberán cotizar en un mercado secundario organizado, pero este requisito podrá exceptuarse cuando el fondo se dirija, exclusivamente, a inversores institucionales. En contraste con los fondos de titulización hipotecaria ya existentes, los FTA podrán ser patrimonios abiertos. Con ello se pretende facilitar la titulización sobre una base continua de activos a corto plazo, como tarjetas de crédito, pagarés de empresa, créditos comerciales, peajes de autopistas en régimen de concesión y otros derechos futuros, etc.

Para garantizar la transparencia de los fondos de titulización, la regulación exige la comunicación previa del proyecto a la CNMV y la aportación de diversa documentación e informes para su verificación y registro. Los requisitos se reducen notablemente cuando se trate de fondos dirigidos, exclusivamente, a inversores institucionales. A los cedentes, salvo que se trate de entidades de nueva constitución, se les exige tener auditadas sus cuentas de los tres últimos ejercicios, el último con opinión favorable. Además, las sociedades gestoras están obligadas a aportar ante la CNMV las cuentas anuales y el informe de auditoría de los fondos que administren. También deberán actualizar los informes iniciales con la periodicidad que se determine.

Criterios utilizados en la verificación del primer fondo de titulización de activos registrado en la CNMV

La verificación del primer fondo de titulización de activos ha servido para concretar determinados criterios en cuanto a la aplicación de los requisitos establecidos en el Real Decreto 926/1998. Los más significativos podrían resumirse en los siguientes:

- Definición del concepto de “homogeneidad”, en un sentido amplio, tanto desde el punto de vista jurídico como económico.
- Limitaciones a la libre utilización de los préstamos o líneas de crédito que pueden conformar el pasivo del fondo concedidos por los propios cedentes de los activos. Estas limitaciones vienen referidas a la adquisición indiscriminada de activos con disposiciones de líneas de descubierto o liquidez y no con la emisión de valores.
- Aportación de informes elaborados por la sociedad gestora en cuanto a los activos a incorporar así como los informes de expertos independientes sobre el cumplimiento de determinados atributos de los activos incorporados a una fecha determinada.
- Establecimiento de un procedimiento operativo de comunicación de los activos incorporados al Fondo, a través de un sistema automatizado de registro (*CIFRADO*) al objeto de dar cumplimiento al artículo 2.2.c). 2º del Real Decreto 926/1998 por el que ha de procederse a la verificación por parte de la CNMV de toda nueva incorporación de activos a los fondos de titulización.
- Requisito de otorgamiento de la correspondiente escritura pública de modificación, en cualquier cambio en la escritura de constitución que deberá contar con el acuerdo de las agencias de calificación y será comunicado a la CNMV para su puesta a disposición del público, bien como hecho relevante o mediante la verificación y registro de un suplemento al folleto informativo.

5

LA INTRODUCCION DEL EURO Y SU IMPACTO EN LOS MERCADOS ESPAÑOLES

Todos los mercados españoles comenzaron a operar en euros el primer día hábil de 1999, sin que se registraran problemas apreciables. Culminaba así, con éxito, el intenso proceso de preparación que habían venido desarrollando, desde finales de 1996, los responsables y técnicos de los distintos mercados, del SCL y de las entidades del sector, coordinados por la CNMV. Durante este período, los inversores, los emisores y el resto de los participantes en los mercados tuvieron una cumplida información de los cambios que iban a producirse. La CNMV contribuyó a esa labor mediante la difusión de las recomendaciones elaboradas por los representantes de las instituciones y empresas del mercado que participaron en las diversas mesas de trabajo constituidas al efecto.

Los trabajos preparatorios resultaron especialmente intensos en 1998. Durante los primeros meses del año se definieron cuestiones todavía básicas del cambio - conversión de precios para los valores negociados, impacto sobre los índices, características de los nuevos contratos de derivados en euros, etc. -, para llevar a cabo, posteriormente, múltiples y complejas adaptaciones en los sistemas informáticos. Entre ellas cabe destacar las relativas a los procedimientos de contratación, las relaciones con los miembros de los mercados y el libramiento de información a los organismos supervisores y a otras instituciones, así como diversas aplicaciones de "back office".

El período culminante del proceso se produjo entre los días 31 de diciembre y 3 de enero de 1999, inhábiles a efectos de mercado. Durante esos días, un elevado número de profesionales permaneció en sus puestos de trabajo para llevar a cabo las operaciones y pruebas necesarias que asegurasen, como así sucedió, una transición sin problemas a la etapa euro. La CNMV estableció los oportunos servicios de guardia para supervisar esas tareas, atender consultas y efectuar los necesarios ajustes internos en sus sistemas informáticos.

La complejidad del cambio al euro realza el éxito alcanzado por nuestros mercados. Éstos, sin embargo, no deben olvidar que esta nueva etapa de la construcción europea entraña un reto de mucho mayor calado: la agudización de la competencia entre los distintos mercados europeos. Para afrontar con éxito el nuevo escenario europeo, es necesario que nuestros mercados tengan en cuenta los movimientos estratégicos que se están produciendo en el contexto europeo, potencien su capacidad de innovación e introduzcan nuevas mejoras de eficiencia en sus sistemas operativos.

Los desafíos de la nueva realidad europea se extienden, igualmente, al campo de la regulación y la supervisión. La previsible creación de estructuras de mercado supranacionales y el aumento de las operaciones transnacionales acentúan la necesidad de reforzar los mecanismos de cooperación entre los supervisores europeos y seguir avanzando en la armonización de las normas nacionales que afectan a los mercados de valores.

Los trabajos preparatorios en la CNMV

La CNMV afrontó la introducción del euro en tres frentes: (i) coordinación y apoyo al proceso de adaptación de la industria de valores, (ii) preparación para llevar a cabo las tareas de supervisión que le están encomendadas en un entorno euro y (iii) trabajos internos de adaptación.

La CNMV estimuló a las entidades del sector en el desarrollo de sus procesos de adaptación y actuó como coordinadora de diversas mesas de trabajo integradas por expertos profesionales, que iniciaron su andadura ya en 1997. La labor de estas mesas se plasmó, a principios de 1998, en la publicación de dos nuevos informes: “Manual Operativo para la implantación del euro en las sociedades y agencias de valores” e “Introducción del euro en los mercados de valores españoles”. En el primer documento se analizaban los principales problemas funcionales, contables e informáticos que podían afrontar las sociedades de valores y se sugerían criterios y procedimientos para su resolución. En el segundo, se establecían las líneas estratégicas y operativas a seguir por los mercados organizados españoles para afrontar con éxito el reto de operar con euros desde el primer día laborable de 1999.

Los resultados de las mesas de trabajo suscitaron la conveniencia de ofrecer a las entidades de valores, las instituciones de inversión colectiva y las compañías emisoras de valores cotizados, criterios y procedimientos más detallados que sirviesen de guía para su adaptación al euro. Este fue el objeto del “Manual de procedimientos derivados de la adopción del euro, aplicables a entidades supervisadas y a entidades cotizadas”, publicado durante el pasado año por la CNMV. En el citado documento, las entidades de valores y las IIC podían hallar, a título de ejemplo, información sobre los pasos a seguir en caso de redenominación a euros del capital social, el control de los folletos de tarifas expresadas en euros, el registro de folletos explicativos de IIC o los criterios de clasificación de las posiciones en monedas de los países integrantes de la UM. A su vez, las sociedades emisoras de valores cotizados podían informarse sobre los procedimientos de verificación y registro de la redenominación a euros del capital social, de las emisiones de valores de renta fija y warrants, así como de los criterios relativos a la publicación de información financiera en euros, entre otras informaciones. El “Manual” recogía también criterios generales referentes a las anotaciones en los libros de contabilidad y a la formulación, depósito y publicación de las cuentas anuales en pesetas y en euros.

El citado “Manual” permitió difundir, asimismo, los criterios que la CNMV aplicaría en relación con la información que le sea remitida a efectos de supervisión. Aunque prefiera la recepción de información en euros, está preparada para que se produzca, de forma optativa, en cualquiera de las dos monedas. De esta forma, la CNMV adapta una parte esencial de su sistema de supervisión - la información suministrada por las entidades supervisadas - al principio de “no prohibición, no obligación” preconizado por la Unión Europea para el período transitorio de la Unión Monetaria. No obstante, el “Manual” establece que la opción de remitir la información en euros será irreversible una vez adoptada y que ésta será, además, ineludible cuando las anotaciones en los libros de contabilidad o la formulación de las cuentas anuales se haga en euros. Se establece, asimismo, que cuando se remita información en euros habrán de presentarse también en esa moneda las cifras del trimestre o semestre del ejercicio anterior, para facilitar la comparación, e incluirse una breve explicación sobre la adaptación a euros de los importes en pesetas, así como de las diferencias significativas motivadas por el redondeo.

Para facilitar el tratamiento de la información en el nuevo entorno euro, la CNMV acometió durante el pasado año las modificaciones pertinentes de sus sistemas informáticos. La adaptación no sólo ha supuesto la puesta al día de esos sistemas de cara a las tareas de supervisión, sino que ha permitido publicar en euros, desde el 1 de enero de 1999, todas las informaciones estadísticas relativas a las entidades supervisadas.

Por último, se debe señalar que, durante el último fin de semana del año, la acumulación de procesos de conversión al euro, especialmente por parte de los mercados organizados de valores y productos derivados y por los sistemas de compensación y liquidación, hizo que se estableciera un servicio extraordinario de guardia, que mantuvo líneas de comunicación directa con los diversos organismos rectores de los mercados, el Banco de España y la Dirección General del Tesoro.

La adaptación al euro en los sistemas informáticos de la CNMV

Las adaptaciones informáticas constituyeron una de las principales prioridades de la CNMV en relación con el proceso de adaptación al euro. Los trabajos preparatorios en este campo se iniciaron ya en 1997, y se desarrollaron tanto a nivel externo - en relación con el proceso de adaptación de las entidades supervisadas - como a nivel interno.

En relación con los trabajos internos, la División de Sistemas de Información elaboró un proyecto de adaptación de todos sus sistemas a la nueva moneda que se extendía hasta el año 1999, comenzando los trabajos en junio de 1997. La realidad ha ido corroborando lo ajustado de las previsiones contempladas en el plan que en aquel momento se elaboró. Entre otras previsiones, se estimaba que los trabajos afectarían a un total de 4.867 programas y 1.733.368 líneas de código y exigirían un consumo de 911 días/programador. El coste estimado se elevaba a 32 millones de pesetas.

La División de Sistemas de Información encaró la planificación de sus adaptaciones teniendo en cuenta que, en las fechas críticas del 31 de diciembre de 1998 y del 4 de enero de 1999, debían estar finalizados trabajos muy importantes: conversión de bases de datos, doble versión en euro y pesetas de determinados programas, disponibilidad para recibir en euros y pesetas la información de las entidades supervisadas, presentaciones de información y publicaciones en euros, etc. Estos trabajos de máxima prioridad suponían, en conjunto, el 55% de todas las tareas previstas en el plan de adaptación contemplado por la División y se realizaron antes del 4 de enero de 1999.

El marco legal de referencia para la adaptación al euro

Las adaptaciones llevadas a cabo por los mercados, los intermediarios, los emisores y la propia CNMV para la introducción del euro están amparadas por la Ley 46/1998, de 17 de diciembre, sobre la introducción del euro. La Ley del Euro se promulgó con la finalidad de preparar y completar nuestro ordenamiento jurídico para facilitar una suave introducción de esa moneda en nuestro país y evitar una indeseable aflojamiento de elementos interpretativos de las normas europeas que pudiesen malograrla. La promulgación de esta Ley supuso una adecuación del ordenamiento jurídico interno a los reglamentos comunitarios que se refieren a la introducción del euro: el Reglamento (CE) 1.103/97 del Consejo, de 17 de junio, sobre determinadas disposiciones relativas a la introducción del euro, y el Reglamento (CE) 978/87 del Consejo, de 3 de mayo, sobre la introducción del euro.

La Ley establece el mecanismo de introducción del euro en el sistema monetario español y lo armoniza con el conjunto de normas afectadas por la medida. Se adopta y precisa el concepto de “redenominación”, utilizado en la normativa europea. Se regula el procedimiento de redenominación por saldos de la Deuda de Estado, estableciendo que tenga lugar entre el cierre del mercado el último día hábil de 1998 y el primer día hábil de mercado de 1999. Se regula, también, la redenominación de los instrumentos de renta fija privada y de la cifra de capital social, que sirve de base para la denominación en euros del nominal de las acciones. Asimismo, se habilita el cambio de la unidad de cuenta de los mercados de valores, tanto en los procedimientos operativos de los sistemas de compensación y liquidación de valores y sistemas de pagos, como en las obligaciones de información de las instituciones de inversión colectiva.

En uso de determinadas previsiones de la Ley, el Ministerio de Economía y Hacienda promulgó a finales del pasado año una orden ministerial* que contiene una regulación detallada de la información del mercado que reciben los inversores. De acuerdo con ella, los mercados secundarios oficiales están obligados a publicar toda su información oficial en euros; no obstante, durante el período transitorio deben facilitar tanto en euros como en pesetas, al menos, información sobre los precios de cierre, el cambio medio ponderado y el cambio precedente de los valores cotizados y de otros instrumentos negociados, excepto en el caso de los contratos financieros a plazo. Asimismo, deben facilitar en las dos monedas el valor liquidativo de las participaciones de los fondos de inversión, su patrimonio y el valor teórico de las acciones de las SIMCAV. Las IIC o sus sociedades gestoras están también obligadas a facilitar esa doble información cuando se refieran al patrimonio de la institución, el valor liquidativo de la participación o el valor teórico de la acción en las SIM. Estas medidas se ajustan al principio de “no obligación, no prohibición” y pretenden que el inversor se familiarice con el uso y equivalencia de ambas monedas.

Por su parte, la CNMV emitió una circular - Circular 7/1998, de 16 de diciembre - en la se modificaban y adaptaban un buen número de normas en vigor, a fin de sustituir las referencias a la peseta por el euro, dar cobertura técnica a las cuestiones afectadas por la adopción de la moneda única y establecer los criterios contables para el tratamiento de las operaciones en monedas de Estados participantes en la UEM. También se previó que, durante el periodo transitorio, las entidades puedan optar por remitir a la CNMV la información exigida por la normativa vigente, de carácter público o reservado, indistintamente en pesetas o euros.

* Orden Ministerial de 23 diciembre de 1998, sobre la unidad de cuenta en las obligaciones de información de los organismos rectores de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva, y sobre determinados requisitos relativos al sistema de crédito en operaciones bursátiles de contado y a las operaciones bursátiles especiales.

Los trabajos preparatorios en los mercados

Bolsas

SIBE

El programa fijado en la mesa de trabajo sobre mercados secundarios⁽²⁰⁾ preveía que la Sociedad de Bolsas desarrollase en 1998 las reformas de sus normas de contratación y adaptaciones de sus sistemas informáticos necesarias para facilitar la negociación en euros de todos los instrumentos de renta variable cotizados en el mercado electrónico - acciones, derechos de suscripción y warrants - a partir del 4 de enero de 1999. Las medidas contempladas incluían, entre otros, los siguientes extremos:

- Fijación de precios en euros, con dos decimales.
- Previsión relativa al cálculo en tiempo real del Ibex-35: conversión a euros de la capitalización de las compañías incluidas, desde el 4 de enero de 1999.
- Adecuación de la estructura de “ticks” o variaciones mínimas de precios: un céntimo de euro para los valores con precio no superior a 50 euros y cinco céntimos para el resto.
- Adaptación de las normas de contratación en otros casos en que la conversión de pesetas a euros entrañase modificaciones de alcance superior al mero redondeo: definición de importes mínimos de las operaciones fuera de horario, órdenes vinculantes y operaciones autorizadas. La fijación en euros de los requisitos para operaciones bursátiles especiales y operaciones del sistema de crédito al mercado iba a exigir la modificación de sendas órdenes ministeriales, que se produjo en diciembre⁽²¹⁾.

El grueso de la adaptación informática del SIBE estaba ya finalizada a mediados de 1998, quedando la segunda parte del año para la realización de pruebas y el entrenamiento de operadores en la negociación en euros, el sistema de canalización de órdenes - “routing” - y el acceso al sistema de “back office” - información y desglose de operaciones. Durante este período se revisaron, asimismo, las operaciones de comunicación con el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores - contratación, desgloses, recepción de confirmaciones, rechazos e impugnaciones. Los sistemas físicos y lógicos de comunicación de las bolsas con la CNMV, referentes a la transmisión de ficheros, quedaron también finalizados en el tercer trimestre de 1998.

El día 31 de diciembre, una vez conocido el tipo de cambio fijo e irrevocable entre la peseta y el euro, la Sociedad de Bolsas llevó a cabo las últimas operaciones necesarias para la definitiva puesta a punto del sistema de negociación en euros: conversión de los precios, al ajuste de la capitalización para el cálculo del Ibex-35, conversión de los saldos pendientes de liquidar - previo tratamiento de las operaciones todavía en curso - y cotejo del resultado con el SCLV, conversión

(20) Véase “Introducción del euro en los mercados de valores españoles”. Enero 1998. CNMV.

(21) O.M. de 23 de diciembre de 1998 sobre la unidad de cuenta en las obligaciones de información de los organismos rectores de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva y sobre la expresión de euros de determinados requisitos relativos al sistema de crédito en operaciones bursátiles de contado y a las operaciones bursátiles especiales.

de tarifas y cánones en vigor, etc. Tras estas operaciones, se activaron los nuevos programas para la negociación en euros que, como se indicó anteriormente, se inició con toda normalidad el 4 de enero de 1999.

Renta fija

En la renta fija bursátil, el proceso de ajuste al euro afectó de distinta forma a las emisiones públicas - deuda del Estado en anotaciones y deuda de las Comunidades Autónomas - y a las privadas. Tras el 4 de enero de 1999, ambas siguieron cotizándose en porcentaje, o en su equivalente rentabilidad. Sin embargo, las primeras fueron objeto de una masiva redenominación de los saldos en vigor durante las vísperas del nuevo año, de acuerdo con los procedimientos establecidos por la Central de Anotaciones para las emisiones admitidas a negociación en ese mercado, que no se produjo en las emisiones privadas, cuyos nominales continuaron expresándose en pesetas.

Los preparativos en el ámbito de la renta fija privada bursátil se dirigieron a asegurar la expresión en euros de la contratación efectiva y facilitar, así, que la liquidación se realizase también en esa divisa. Los servicios técnicos de las bolsas procedieron a modificar, a tal efecto, los programas informáticos, tanto en el mercado electrónico, como en corros.

Corros (renta variable)

El proceso preparatorio en el segmento de corros siguió pautas similares a las establecidas para el SIBE: expresión de la cotización - euros con dos decimales - fijación de la variación mínima de precios - centésima de euro -, volumen mínimo en euros para cambiar precios y, en general, revisión de las normas de funcionamiento. En el inicio de 1998 se dio ya un paso importante, dentro del proceso de ajuste, al sustituirse la tradicional cotización mediante cambios - porcentajes sobre el nominal - de este segmento por la cotización en pesetas. Durante los días clave - del 31 de diciembre al 3 enero - se realizaron los procesos de conversión y se llevó a cabo el pertinente tratamiento de las operaciones incompletas de las sesiones anteriores. El estreno de la contratación en euros se produjo sin incidentes.

Servicio de Compensación y Liquidación de Valores

El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores encaró desde principios de 1998 su adaptación al funcionamiento en euros de las bolsas. Técnicamente, los procesos operativos e informáticos ya en vigor en el SCLV permitían el trabajo en euros sin tener que realizar modificaciones sustantivas. Por lo tanto, se preveía que el SCLV pudiese recibir y transmitir comunicaciones en euros, sin mayor dificultad, a partir del 4 de enero de 1999, en todos los extremos referentes a los distintos tipos de apuntes que se derivan del proceso de compensación y liquidación: importes contratados, pagos de comisiones, corretajes y cánones, traspasos contra pagos, justificaciones, rechazos, etc. La decisión del SCLV de trabajar en euros implicaba también que las operaciones financieras (pago de dividendos y de intereses) se liquidasen en euros.

Aunque la operativa en euros no suponía una especial dificultad, los preparativos del crítico primer fin de semana de 1999 sí exigían una planificación cuidadosa, principalmente por el tratamiento a dar a las operaciones en curso de liquidación. Durante 1998, el SCLV emitió diversas instrucciones al respecto, dirigidas a sus entidades adheridas, y estableció un calendario de pruebas a realizar entre los meses de septiembre y diciembre, en las que se reproducían los procedimientos que tendrían lugar durante el citado fin de semana: conversión de datos a euros, comprobación de la transmisión de formatos en esa moneda con el resultado de la conversión para avances de liquidación, desgloses y datos de volúmenes contratados enviados a las entidades ad-

heridas y a las rectoras, y comprobación de las comunicaciones "de vuelta" de las entidades adheridas - confirmaciones, rechazos, justificaciones de ventas, traspasos, etc. El SCLV exigió a sus adheridas la acreditación de haber realizado pruebas durante tres semanas, así como la certificación de la exactitud del proceso de conversión y de la corrección en el uso del euro.

Estos preparativos permitieron que las operaciones del fin de semana de la conversión se desarrollasen con agilidad y sin incidencias destacables. Junto a las operaciones pendientes de liquidación, el SCLV convirtió las operaciones financieras en trámite, los traspasos contra pagos y las operaciones de préstamo. Una vez finalizada la tramitación de las operaciones en curso, el SCLV convirtió las posiciones de las entidades adheridas en efectivo y valores, mediante apuntes de baja de los importes en pesetas y el alta subsiguiente de los importes en euros.

AIAF

En AIAF, como en las bolsas, la introducción del euro no se vio acompañada de una masiva redenominación de las emisiones de renta fija. La peseta y el euro convivirán en dicho mercado durante el período transitorio, hasta enero del año 2002. Durante ese tiempo, los emisores podrán emitir en ambas monedas y acometer, de manera voluntaria, la redenominación de las emisiones en vigor.

AIAF enmarcó sus preparativos para recibir al euro en esa perspectiva de redenominación gradual. Para intercambiar información y ultimar los procedimientos operativos exigidos por la nueva etapa, la sociedad rectora del mercado llevó a cabo, durante 1998, reuniones con los miembros. Para implantar los procedimientos acordados, el mercado aprobó diversas instrucciones. Entre los criterios adoptados, cabe destacar los siguientes:

- AIAF no consideró oportuno que sus miembros realizasen redenominaciones de las emisiones en pesetas por conversión de sus saldos a euros, posibilidad contemplada en el artículo 18 de la Ley 46/1998, de introducción del euro. Los emisores cuyos valores coticen en AIAF y opten por la redenominación deben acometerla mediante la conversión del nominal unitario de las emisiones. En esos casos, AIAF aconseja la renominalización, con carácter general, de las emisiones afectadas, mediante la fijación del unitario de cada valor en un céntimo de euro.
- La coexistencia de emisiones con distintos tipos de denominación obligó a adaptar la unidad mínima de contratación en cada caso. En las emisiones no redenominadas o redenominadas de manera simple, la unidad de contratación es el título. En las emisiones renominalizadas al céntimo de euro o en las nuevas emisiones que adopten al céntimo como nominal, la unidad de contratación mínima se estableció en 50 euros.
- En todos los casos, la cotización se expresa en porcentaje o en rentabilidad y el importe efectivo contratado en euros con dos decimales. Esta moneda es la que debe utilizarse en las operaciones con liquidación "contra pago" - por ejemplo, las resultantes de una compraventa - y en las comunicaciones al sistema de compensación - Espaclear - cuando se haya acordado otra moneda en liquidaciones "libres de pago" - por ejemplo, traspasos.

- Los pagos de cupón, amortización y amortización parcial por reducción del nominal deben realizarse en euros, previa conversión y redondeo de las cifras originales en pesetas.

La adopción del euro obligó a introducir cambios en los programas de tratamiento de bases de datos, en los relacionados con los procesos de contratación y liquidación, y en los que gestionan las salidas de información - a miembros, reguladores y publicaciones en general. La adaptación de los volúmenes mínimos de negociación y de los múltiplos de contratación hizo necesario modificar la regulación en el segmento de negociación electrónica con mediadores especializados. Todas las modificaciones fueron puestas a prueba en diversas ocasiones en 1998.

Durante el fin de semana previo al 4 de enero de 1999, AIAF realizó los controles internos de las operaciones de mercado y los procesos de cierre diario y activó las diversas modificaciones previstas para sus sistemas informáticos: bases de datos históricos, base de datos de emisiones, sistema de contratación de mediadores especializados, programas de captura de datos e intercambio de información, aplicaciones para la elaboración de publicaciones y difusión de información al mercado, etc. Durante el mismo período, Espaclear realizó la conversión a euros de las operaciones pendientes de liquidación a 31 de diciembre.

MEFF

Las medidas adoptadas por MEFF RF y MEFF RV para introducir el euro trataron de preservar la liquidez del mercado, la transparencia del proceso y su neutralidad respecto a la formación de precios. La conversión se realizó sin costes para los miembros y clientes del mercado y se garantizó la continuidad de las posiciones abiertas y la protección del inversor, al permitirse la realización de aplicaciones que compensasen el efecto de la conversión sobre las posiciones y el riesgo inicial de las carteras.

La introducción del euro en estos mercados no sólo supuso una modificación de los programas informáticos en el ámbito de la contratación y en la cámara de compensación y liquidación, para permitir que las operaciones se realizasen en la nueva moneda y facilitar la conversión, voluntaria, de posiciones. También supuso una adaptación de las condiciones de los contratos negociados, impuesta por los cambios previstos en los mercados de los activos subyacentes. Asimismo, hubo que prever la necesidad de liquidar los picos resultantes de la conversión de posiciones mediante pagos en efectivo.

MEFF RF

MEFF RF aprobó en junio de 1998 las adaptaciones a introducir en sus contratos - Condiciones Generales - y los detalles del proceso de conversión al euro. Como ya se ha señalado, las posiciones podrían convertirse voluntariamente, aunque los contratos denominados en pesetas se liquidarían en euros en 1999. La negociación en euros suponía un cambio en el nominal y en el valor del "tick" para los nuevos contratos, a los que se asignaba un nuevo código.

La conversión de posiciones abiertas había de realizarse por titular-cuenta. Las posiciones resultantes en euros debían redondearse a la baja, con prorrateo del desequilibrio entre el lado del comprador y el vendedor. Las posiciones que no pudieran ser convertidas se liquidarían en efectivo. Como se ha comentado, para mantener la neutralidad sobre la posición y riesgo iniciales se permitió ajustar la posición mediante aplicaciones, con el límite máximo de la cantidad redondeada no convertida. MEFF RF realizó en distintos momentos de 1998 diversas simulaciones con

los miembros del mercado: obtención de los resultados de conversión tomando la posición existente a una fecha determinada, obtención de ficheros de datos con el nuevo formato, ensayo general del proceso de conversión, etc.

MEFF RF realizó diversas pruebas anticipando las operaciones a realizar a partir del día 31 de diciembre. Ese día el mercado estuvo abierto hasta media mañana, pero cerró antes de que se conociese el tipo de la conversión para realizar los traspasos necesarios para ajustar posiciones. Una vez conocido el tipo de conversión, se liquidó la sesión y, ya el día 1 de enero, se acometió el proceso de conversión propiamente dicho, consistente, principalmente, en el cierre de los contratos denominados en pesetas y la apertura de contratos denominados en euros, según los precios de cierre del día 31. Finalizado dicho proceso, el mercado remitió los datos a las entidades miembros y se actualizó el “software” de clientes para que éstos pudieran aplicar el método de conversión a cada una de sus posiciones, una vez realizada por la cámara la conversión de la posición neta por titular-cuenta.

MEFF RV

En marzo de 1998 se aprobaron las nuevas Condiciones Generales de los contratos de MEFF RV, así como la normativa que detallaba el proceso de conversión al euro. En el caso de los contratos de futuros y opciones sobre el Ibex-35, se preveía que la negociación continuase desarrollándose en puntos de índice y se establecía un multiplicador de 10 euros, lo que suponía un aumento del 68% en el tamaño nominal de los contratos. En cuanto a las opciones sobre acciones, los precios de ejercicio y las primas debían expresarse en euros, con dos decimales.

Al igual que en MEFF RF, se preveía el cierre de las posiciones en contratos denominados en pesetas y la apertura de posiciones equivalentes en contratos denominados en euros durante el último fin de semana del año. En los contratos sobre Ibex-35 el aumento del nominal de los contratos iba a suponer una reducción en el número de contratos para posiciones equivalentes. Las conversiones debían realizarse, también, por titular-cuenta. El nuevo número de contratos resultante debía redondearse a la baja al entero más cercano y la fracción no traspasable liquidarse en efectivo. Para garantizar la igualdad de las posiciones finales compradoras y vendedoras tras la conversión, ésta debía hacerse por la menor de ambas, con un ajuste pro-rata en cada titular-cuenta.

A lo largo del año, MEFF RV realizó diversas pruebas, que culminaron el 24 de octubre con un ensayo total de la conversión a realizar durante el fin de semana de transición. Este se inició, operativamente, el día 30 de diciembre. Tras el cierre de la cuenta diaria, se efectuó una liquidación de pérdidas y ganancias para esa sesión en pesetas, pero con precios especiales, para realizar, a continuación, una simulación de la conversión, con un factor de conversión figurado y con las posiciones existentes al final del día. El día 31 se efectuó la liquidación en pesetas de la negociación del día 30 y se realizaron los correspondientes traspasos. Una vez conocido el tipo de cambio definitivo, se procedió a convertir todas las posiciones en pesetas. Los restos no convertidos se liquidaron en efectivo. También se calcularon en euros las garantías a depositar por los nuevos contratos en esa moneda, que se hicieron efectivas el 4 de enero.

Nuevos desafíos para los mercados y la supervisión en el marco competitivo del euro

Movimientos estratégicos en los mercados europeos

Bolsas

Los mercados de valores europeos están tomando importantes decisiones estratégicas para hacer frente al previsible incremento de la competencia tras la introducción del euro. Durante los últimos dos años ya se habían producido algunos movimientos destinados a crear estructuras de mercado con una marcada vocación paneuropea, aunque bajo diferentes fórmulas. En esta línea se sitúa, por ejemplo, el nacimiento casi simultáneo, de Easdaq y de la red Euro NM, integrada por nuevos mercados vinculados a algunas de las principales bolsas europeas - París, Francfort, Bruselas y Amsterdam. Easdaq y Euro NM se configuran como dos alternativas de ámbito europeo para la negociación de valores emitidos por empresas con elevado potencial de crecimiento, un segmento poco desarrollado en Europa y que en Estados Unidos tiene un destacado exponente en Nasdaq. Para estudiar la posibilidad de su puesta en marcha en España se creó un grupo de trabajo integrado por la CNMV, las bolsas, y el Banco de España.

Los movimientos más recientes tienen mayor envergadura. El de mayor trascendencia es, probablemente, la alianza entre las dos principales bolsas europeas: la de Londres (LSE) y la alemana (DB). Su anuncio, en julio de 1998, constituyó una sorpresa, puesto que, hasta entonces, todo parecía indicar que ambos mercados se estaban preparando para competir entre sí, el LSE en solitario y la DB a través de una alianza con la Bolsa de París y otros mercados europeos. Ahora, la alianza Londres-Francfort apunta hacia la creación de un gran centro de contratación para los valores de renta variable más líquidos del continente y constituye una referencia ineludible para el resto de los mercados europeos a la hora de tomar decisiones sobre su futuro.

Ambos mercados han señalado que el objetivo último de su alianza es la formación de un mercado eficiente, de costes reducidos y con alta capitalización, liquidez y profundidad, que permita aprovechar las oportunidades derivadas del nuevo contexto europeo. En particular, el nuevo mercado debería facilitar a los inversores institucionales, y también a los particulares, un ámbito de negociación apropiado para reestructurar y gestionar sus carteras de renta variable conforme a las nuevas condiciones de riesgo generadas por la adopción del euro. El principal reto al que se enfrenta este proyecto se deriva de la heterogeneidad de los sistemas operativos, usos y procedimientos, y regulación de ambos mercados. Estas dificultades tenderán a multiplicarse si, como parece, el proyecto se enriquece con la participación de nuevas bolsas.

El acuerdo Londres-Francfort preveía (i) crear un sistema de acceso común a los respectivos mercados y un único punto de liquidez para los mercados más importantes - "blue chips" -, que entrará en funcionamiento con la introducción euro, (ii) proceder a la armonización legislativa de los diferentes mercados participantes a lo largo de 1999 y (iii) la creación de una plataforma común de negociación electrónica, en la que cotizarían las principales empresas europeas. Se estimaba que el mercado puede contar con unas 300 compañías, de las que entre diez y quince podrían ser españolas.

PRINCIPALES BOLSAS EUROPEAS: CAPITALIZACION, CONTRATACION Y NUMERO DE VALORES ADMITIDOS

Mercado	Capitalización ⁽¹⁾	Contratación ⁽²⁾	N.º de valores admitidos ⁽³⁾
Londres	2.297.651	2.887.990	2.920
Francfort	1.094.252	1.491.796	3.525
París	985.227	2.053.300	962
Suiza	689.199	686.956	425
Amsterdam	603.182	405.217	359
Italia	569.732	488.166 (*)	243
España	421.550	305.801	903
Pro-memoria: Nueva York	10.271.900	7.317.949 (*)	2.669
Tokio	2.439.549	750.831 (*)	1.890

(1) Capitalización de acciones de compañías domésticas, a finales de diciembre de 1998, en millones de dólares.

(2) Datos acumulados en 1998, en millones de dólares. (*) El criterio de contabilización utilizado no considera las mismas operaciones que en el resto, por lo que las cifras podrían estar infravaloradas.

(3) A 31 de diciembre de 1998.

Fuente: Federación Internacional de Bolsas de Valores y elaboración propia.

Mercados de productos derivados

Muy importantes son también los movimientos estratégicos en el ámbito de los mercados de productos derivados. El euro tiene un impacto más inmediato en estos mercados que en los de contado, puesto que convierte en redundantes a buena parte de los contratos sobre tipos de interés que se negocian en los distintos mercados nacionales europeos. Aunque se han producido también movimientos destinados a crear mercados a escala regional - por ejemplo, en los países escandinavos y en el área del Benelux -, son dos, de momento, las grandes alianzas que están tomando cuerpo a escala continental. El primer gran acuerdo de este tipo se anunció en septiembre de 1997, entre DTB⁽²²⁾, de Alemania, y SOFFEX⁽²³⁾, de Suiza, que constituirán una plataforma conjunta de negociación electrónica denominada Eurex. El segundo, denominado Euro-GLOBEX, se anunció en junio de 1998, entre MEFF RF de España y la Sociedad de Bolsa de Francia, que firmaron un protocolo para la interconexión de sus sistemas de negociación electrónica y la aplicación de políticas armonizadas de marketing. La puesta en marcha de esta plataforma se produjo a finales de 1998 para los miembros de MEFF RF y MATIFF⁽²⁴⁾. A lo largo de 1999 está previsto que se incorporen a la misma los miembros de MEFF RV.

Las alianzas en el campo de los derivados apuntan hacia la configuración de un escenario dominado por la competencia de tres grandes centros de contratación: Eurex, Euroglobex y Liffe⁽²⁵⁾. Este último ha permanecido ajeno a estos movimientos hasta el momento. No obstante, presionado por el avance de DTB, que en los últimos tiempos ha logrado arrebatarse una importante cuota de negociación en el futuro sobre el bono alemán, se ha visto obligado a anunciar la sustitución de su tradicional sistema de negociación a viva voz por un sistema electrónico. Al mismo tiempo,

(22) Deutsche Terminbörse.

(23) Swiss Options & Financial Futures Exchange.

(24) Marché à Terme International de France.

(25) London International Financial Futures Exchange.

y para facilitar la distribución global de sus productos, ha desarrollado acuerdos con mercados de futuros situados en otras franjas horarias (Chicago, Tokio).

El reforzamiento de la posición competitiva de los mercados españoles

El mapa financiero europeo se encuentra, pues, en fase de adaptación y transformación, y resulta previsible que continúen produciéndose movimientos estratégicos. Participar en la configuración de la nueva red de mercados europeos en una fase temprana puede tener indudables ventajas y los mercados de valores españoles deberían considerar cuidadosamente las distintas alternativas existentes.

La evaluación de posibles alianzas no debe hacer olvidar la necesidad de seguir innovando y mejorar la calidad de los servicios que se ofrecen. Las sociedades rectoras de los distintos mercados, el SCLV y, en general, las entidades con responsabilidad en el ámbito de los mercados de valores de nuestro país así lo han entendido y vienen desarrollando un notable esfuerzo para competir en el nuevo contexto europeo. A título de ejemplo pueden citarse las siguientes medidas y proyectos:

- El mercado bursátil se ha dotado en 1998 de una mayor flexibilidad con la introducción de las nuevas modalidades de contratación por bloques y de “fixing” cuyos detalles pueden encontrarse en el capítulo 7.
- La Bolsa de Madrid está impulsando la creación de un ámbito de negociación de acciones de las principales empresas latinoamericanas, que cotizarían en euros. Esta iniciativa pretende facilitar el acceso al mercado latinoamericano a los inversores europeos, a través de un sistema ágil y transparente.
- En el marco del ya citado acuerdo Euroglobex, MEFF RF anunció en octubre el lanzamiento del primer contrato de futuros y opciones a 3 meses sobre el EURIBOR, el nuevo índice que se convertirá en una de las principales referencias del mercado interbancario del euro. Este contrato sustituirá a los actuales contratos sobre el MIBOR español, PIBOR francés y, posiblemente, al RIBOR italiano. En el segmento de largo plazo, y con la misma intención de reforzar su posición competitiva, MEFF RF estrenó en junio de 1998 la negociación del primer contrato de futuros sobre bono nacional a 30 años existente en Europa, extendiendo así su gama de productos a la totalidad de la curva de tipos de interés.
- El actual momento económico ha creado unas condiciones favorables para el desarrollo de la renta fija privada - crecimiento de la inversión colectiva y de los fondos de pensiones, reducción de las emisiones de deuda pública, aumento de la apelación al mercado de las entidades financieras y de otras empresas, etc. - que no debería desaprovecharse. Esta idea condujo en 1997 a la redacción del “Protocolo de acuerdo para el desarrollo de los mercados de renta fija”, suscrito por las sociedades rectoras de las bolsas, AIAF, el SCL y la CNMV en 1997, que asume la necesidad de mejorar diversos aspectos de la regulación, de los procedimientos operativos y la organización del mercado con la finalidad de potenciar su crecimiento. El “Protocolo” ya ha empezado a dar algunos frutos y, así, durante 1998 se produjeron diversas novedades para el mercado de renta fija privada (véase capítulo 3).

La supervisión de los mercados en el nuevo contexto europeo

Las alianzas y, en general, los distintos movimientos estratégicos que hoy afectan a los mercados de valores europeos pueden conducir a una situación completamente nueva desde el punto de la supervisión. Aunque este proceso producirá estructuras de mercado de carácter supranacional, la regulación y supervisión de los mercados seguirán teniendo una base eminentemente nacional. La Directiva de Servicios de Inversión, aprobada en 1993, ya tuvo en cuenta la necesidad de impulsar la coordinación entre las distintas autoridades nacionales con competencia en la materia, para hacer frente a las exigencias de la supervisión en el nuevo marco definido por la libre prestación de servicios financieros. La aceleración que hoy se vive en el proceso de integración europea hace más imprescindible que nunca reforzar los mecanismos de cooperación y coordinación entre los supervisores nacionales e impulsar la armonización de los diferentes ámbitos de regulación que afectan al funcionamiento de los mercados de valores.

La CNMV participa activamente en los foros europeos de supervisión que hoy intentan dar una respuesta a esa compleja realidad: el *“Forum of European Securities Commissions”* (FESCO), de cuyo secretariado general permanente forma parte, y el Grupo de Alto Nivel de Supervisores de mercados de valores. Entre sus objetivos en este campo, concede una especial atención a la obtención de nuevos avances en el intercambio de información entre supervisores, esencial para que los organismos nacionales puedan seguir ejerciendo eficazmente sus funciones en el nuevo contexto europeo. Recientemente, las instituciones de supervisión miembros de FESCO han dado un nuevo paso en esa dirección, al suscribir un importante acuerdo de cooperación multilateral - véase recuadro en Capítulo 10.

La creciente participación de los ahorradores españoles en el mercado de valores confiere una especial trascendencia a la supervisión de las entidades que prestan servicios en este ámbito. Ya no se puede decir que las sociedades y agencias de valores, las sociedades gestoras de cartera, las sociedades gestoras de IIC, los depositarios y el resto de las entidades que prestan servicios de inversión en el mercado de valores realicen una actividad de carácter minoritario, de limitado impacto social: de su buen hacer profesional, de su respeto a las normas de conducta del mercado y de su prudente gestión de los riesgos financieros dependen hoy muchas familias españolas que han optado por invertir una parte considerable de su ahorro en valores o en productos de inversión colectiva - a finales de 1998 el número de partícipes en fondos de inversión ascendía a casi ocho millones.

Como en años anteriores, el crecimiento de las IIC y su impacto sobre el gran público han determinado que la CNMV dedicase una parte primordial de su actuación supervisora a ese sector. Junto a los controles habituales del cumplimiento de las normas prudenciales, de las obligaciones de información y de la correcta aplicación de los principios de valoración, la supervisión ha dedicado una especial atención a determinados aspectos de la práctica de estas instituciones que, por la evolución del mercado o por los cambios en la normativa, han cobrado una mayor importancia: la cartera exterior de los fondos, las inversiones en derivados y el impacto de las coberturas OTC⁽²⁶⁾ en los fondos garantizados.

En cuanto a las empresas de servicios de inversión (ESI) - sociedades de valores, agencias de valores y sociedades gestoras de cartera -, junto a los controles habituales de carácter general, la supervisión incidió en algunos aspectos específicos, entre los que cabe destacar la detección de conflictos de intereses y el análisis de la actividad de los representantes, figura que está cobrando un papel cada vez más importante en el sector, y cuyo control por parte de las firmas es esencial. El crecimiento de la actividad en el mercado de valores ha tenido efectos positivos sobre la solvencia de las entidades. El principal punto de preocupación durante el pasado año vino dado por la crisis AVA/Socimer, que exigió una notable dedicación de los inspectores de la CNMV⁽²⁷⁾.

La trascendencia cada vez mayor de la supervisión de entidades registradas exige de la CNMV una continua adecuación de los recursos asignados a esta tarea. Hace más de un año, para facilitar la adopción de objetivos globales en esta materia y coordinar mejor los recursos disponibles, se decidió aunar en una misma División - la Dirección General de Supervisión - la supervisión de las sociedades y agencias de valores y de las sociedades gestoras - de cartera e IIC -, anteriormente

6

LA SUPERVISION DE LOS INTERMEDIARIOS Y DE LA INVERSION COLECTIVA

(26) Operaciones OTC (over the counter) son aquellas que se efectúan fuera de los mercados organizados.

(27) Para detalles sobre este caso véase el recuadro "Caso AVA/Socimer" en el capítulo 8.

separadas⁽²⁸⁾. Fruto de ello, en 1998 pudo apreciarse ya una notable mejoría en la coordinación y consiguientemente, en la eficacia de la actividad inspectora. Ahora, para hacer frente al extraordinario crecimiento del sector sujeto a supervisión, está ya en marcha un proceso para aumentar notablemente la plantilla de esta División, dentro de un plan de reforzamiento general de la CNMV cuyo horizonte se extiende hasta el año 2000.

La supervisión de las entidades registradas se basa en la combinación de dos tipos de controles: a distancia e “in situ”. Ambos se complementan. La supervisión “in situ” permite chequear aspectos que no pueden ser sistematizados por el área de control a distancia y verificar la información enviada a la CNMV por las entidades; al mismo tiempo, la eficacia de las inspecciones “in situ” es mayor gracias a la información y el análisis de los controles a distancia. Es necesario señalar, no obstante, la importancia creciente de las reclamaciones directamente formuladas por el público ante la CNMV como punto de partida para actuaciones de supervisión. Esta participación activa del público en la defensa de sus intereses ha permitido, en diversas ocasiones, detectar problemas con una cierta implantación, dando pie a que se elaborasen planes específicos para erradicarlos.

Supervisión a distancia

Instituciones de inversión colectiva

La CNMV realiza, de modo permanente, controles para verificar el cumplimiento de las normas prudenciales, el cálculo correcto de los valores liquidativos, las obligaciones de información y otras normas que afectan, de una manera sustancial, a los inversores en las IIC. Durante el pasado año, junto a estos controles, la CNMV hubo de prestar atención a algunos aspectos específicos relacionados con la evolución del mercado y con la entrada en vigor de determinados cambios normativos. A continuación se citan algunos de estos controles y se comentan algunos resultados significativos.

- *Supervisión de coeficientes legales.* Dentro de los controles habituales en este campo, cabe citar la atención prestada al cumplimiento de algunos límites de reciente modificación, como los de la inversión en depósitos a plazo, o sobre activos emitidos o avalados por un Estado de la Unión Europea, Comunidades Autónomas u Organismos Internacionales de los que España sea miembro. En el primer caso, la realización del control puso de manifiesto que algunas entidades no lo habían incorporado a sus sistemas de control internos. Por otra parte, se observó que la modificación normativa sobre obligaciones de diversificación en deuda pública ha dado lugar a un menor número de incumplimientos.
- *Análisis sistemático de rentabilidades.* Estos importantes controles permitieron detectar diversos casos de valores liquidativos incorrectamente calculados por diferentes motivos: errores de las

(28) El seguimiento de los mercados secundarios también quedó incluido en esta División - véase capítulo 7.

entidades gestoras, problemas en la valoración de determinados activos, deficiente funcionamiento de los controles, etc. En los casos en que la CNMV advirtió que tal circunstancia afectaba a operaciones de suscripción y reembolso, las entidades corrigieron el impacto individual sobre cada uno de los partícipes afectados.

- *Controles específicos.* Entre los numerosos controles puntuales que se practicaron durante 1998 cabe citar, por su importancia, los siguientes:
 - *Límites de concentración de riesgo de crédito.* Ante la proliferación de fondos garantizados vinculados a índices bursátiles que articulan la garantía mediante estructuras financieras bilaterales - contratos OTC -, la CNMV prestó una especial atención al cumplimiento de los límites por riesgo de crédito en estas instituciones. Aunque la evolución de los mercados de renta variable hizo que en algunos casos se superaran tales límites, en general, la nueva normativa de productos derivados facilitó su cumplimiento. La aportación de garantías para reducir el riesgo de crédito y el otorgamiento de garantías internas, adicionales a las externas, fueron las vías más utilizadas para solucionar estos problemas.
 - *Inversiones en mercados exteriores.* El crecimiento de la cartera exterior durante el ejercicio, junto con las expectativas de que dicha evolución aumente en el próximo ejercicio, especialmente en el ámbito de la Unión Europea, han motivado la realización de pruebas específicas en este ámbito para verificar el cumplimiento de la normativa en determinados extremos: cotización de los valores en mercados legalmente aptos, adecuada valoración, etc. En la misma línea, se han realizado análisis específicos relativos a la adquisición por parte de los fondos de inversión españoles de fondos de inversión extranjeros. En general, se ha puesto de manifiesto un mayor número de incidencias en estas inversiones, derivadas de su mayor complejidad administrativa. La CNMV viene advirtiendo de la importancia de extremar los controles internos en este ámbito.
 - *Nuevos contenidos de los informes trimestrales.* Se realizó un análisis específico para verificar si los folletos se adecuaban a los mínimos establecidos por la norma. Así se pusieron de manifiesto los lógicos problemas de ajuste a la nueva normativa. Es reciente la emisión de una Circular sobre informes trimestrales reducidos que facilitará la comprensión de su contenido por parte de los inversores.

Empresas de servicios de inversión

- *Supervisión de coeficientes legales.* Se han detectado casos aislados de superación temporal de los límites, para los que se ha articulado una respuesta concreta a cada situación particular. Como ya se ha indicado, los coeficientes de solvencia se vieron positivamente afectados por la buena marcha de los mercados durante el ejercicio pasado.
- *Controles específicos:*
 - *Conflicto de intereses en la gestión de carteras.* Teniendo conocimiento de que algunas entidades invierten una parte del patrimonio de los clientes con los que tienen suscrito un contrato de gestión de carteras en fondos de inversión gestionados por entidades de su mismo

grupo económico, la CNMV efectuó un estrecho seguimiento de estas situaciones y advirtió a las firmas sobre los posibles conflictos de intereses que pueden generar. En particular se les advirtió de la necesidad de seguir determinados criterios de transparencia ante el cliente en relación con un posible cobro doble de comisiones: por el contrato de gestión de carteras y por la gestión del fondo.

- *Prohibición de otorgar financiación.* Con el fin de supervisar el adecuado cumplimiento de esta prohibición establecida por la normativa, se realizaron durante el año diversos controles, entre los que destaca la revisión de la antigüedad de los saldos de clientes.
- *Representantes.* Diversas reclamaciones formuladas por clientes de entidades de servicios de inversión indicaron la necesidad de proceder a una profunda revisión de los procedimientos operativos del sector cuando intervienen sus representantes. Los controles efectuados permitieron detectar que, en determinados casos, se producían prácticas de doble apoderamiento, por la ESI y el cliente final, en favor de los representantes, así como la realización de gestión de carteras individuales directamente por los representantes e, incluso, la tramitación por parte de las ESI de órdenes dadas por ciertos representantes en nombre de terceros que no tienen suscritos contratos de gestión con las ESI en cuestión. Con independencia del tratamiento dado a los casos individuales afectados por estas prácticas, el análisis de estas reclamaciones ha dado lugar a que se regulen determinados aspectos de las relaciones de las entidades de valores con sus representantes mediante la Circular 5/1998, de 4 de noviembre - véase Capítulo 3.

Transparencia en la determinación del valor liquidativo de los fondos

La normativa vigente en materia de IIC, permite a las sociedades gestoras aplicar a las suscripciones y reembolsos de participaciones en los fondos de inversión el valor liquidativo del día anterior, del mismo día o del día siguiente al de la solicitud, según lo que establezca el Reglamento de Gestión del fondo. En momentos de elevada volatilidad en los mercados de valores, la aplicación del valor liquidativo del día anterior facilita que se produzcan movimientos especulativos, especialmente en fondos muy sensibles a las oscilaciones del mercado (fondos de renta variable, mixtos, con carteras de renta fija de media o alta duración, invertidos en mercados extranjeros, etc.) con el consiguiente perjuicio para los partícipes que permanecen en el fondo.

Por ello, la Carta Circular 2/1998, recuerda a las sociedades gestoras de IIC que la elección del valor liquidativo aplicable a suscripciones y reembolsos ha de hacerse teniendo en cuenta los intereses de los partícipes y las características de cada fondo por lo que debe evitarse la aplicación del correspondiente al día anterior al de la solicitud en el caso de fondos sensibles a los movimientos del mercado.

Por otra parte, la misma Carta Circular recuerda a las sociedades gestoras de IIC la obligación de informar a los partícipes, sin demora, sobre la evolución del valor liquidativo a través de su publicación diaria en los boletines de cotización de las bolsas. El cumplimiento de esta obligación garantiza que los partícipes de los fondos conozcan la evolución del valor de sus inversiones y les permite contrastar el valor liquidativo aplicado en sus operaciones de suscripción y reembolso con el publicado diariamente. Por el contrario, el mero retraso en el cumplimiento de esta obligación puede inducir a error o confusión a sus destinatarios.

Sistemas internos de control, seguimiento y evaluación continuada de riesgos

En el desarrollo de su actividad, las sociedades y agencias de valores, y las sociedades gestoras de carteras asumen diversos riesgos: riesgos de mercado, de crédito, de liquidez, operacionales, etc. La evaluación y control de estos riesgos resulta esencial pues, de lo contrario, tanto su patrimonio, como el sus clientes, podrían sufrir graves quebrantos. La LMV obliga a las entidades a contar con recursos suficientes para acometer esta tarea. Para facilitar una correcta cobertura de las obligaciones en esta materia, la CNMV emitió en 1998 una Circular sobre sistemas internos de control, seguimiento y evaluación continuada de riesgos —Circular 1/1998, de 10 de junio. Esta norma establece las pautas generales a que deben sujetarse los sistemas de control interno de las entidades de valores, creando mecanismos específicos para la identificación, medición, cuantificación y seguimiento de los riesgos.

Dada su diversidad en tamaño, estructura, actividades y riesgos, la Circular delega en las propias entidades la exacta definición de sus sistemas de control interno. Sin embargo, precisa las obligaciones del consejo de administración, al que confiere la máxima responsabilidad en esta materia. Este debe aprobar los límites generales de riesgo de la entidad, la estructura de límites operativos y las facultades para la contratación y liquidación de operaciones. Además, debe asegurar que la organización cuenta con medios materiales y humanos que garanticen una eficiente gestión del negocio y una adecuada segregación de funciones, necesaria para implantar medidas de control eficaces. Asimismo, es una responsabilidad propia del consejo establecer el conjunto de medidas y políticas generales inspiradoras de los sistemas de control interno, que deberán ser desarrolladas y ejecutadas por una unidad específica. Dichos sistemas deberán proporcionar al consejo de administración información precisa y puntual sobre los riesgos potenciales de la entidad y sus clientes.

La Circular establece algunas medidas de obligado cumplimiento para asegurar que los clientes reciban una adecuada información sobre los riesgos en los que incurrirán. Así, las entidades deben contar con una estructura de límites de riesgo en el ámbito de la gestión de carteras similares a los que establecerían si las carteras fueran propias. También están obligadas a recabar la autorización de sus clientes cuando se realicen operaciones sobre valores emitidos por sociedades residentes en paraísos fiscales, o cuando presten contrapartida entidades con tal ubicación. Igualmente, deberán recabar autorización cuando los valores de los clientes se depositen en “cuentas ómnibus” en otras entidades.

Supervisión del proceso de adaptación al euro

Anticipando que la entrada en vigor del euro podía afectar de manera notable a los procesos operativos de las empresas de servicios de inversión y de las instituciones de inversión colectiva, durante el ejercicio 1998 se solicitó a todas las entidades supervisadas que sus consejos de administración se implicaran directamente en la planificación de los trabajos derivados de esta circunstancia y que aprobaran planes internos de adaptación. También se supervisaron los procesos relacionados con el denominado “efecto 2000”.

Supervisión "in situ"

En 1998, la CNMV realizó un total de 41 inspecciones "in situ" a empresas de servicios de inversión y SGIIC. Seis de ellas afectaron a sociedades de valores, 12 a agencias de valores, 15 a sociedades gestoras de instituciones y ocho a sociedades gestoras de cartera. Algunas de las inspecciones que afectaron a entidades que tenían la condición de entidades gestoras del mercado de deuda, se realizaron de forma coordinada con los servicios de inspección del Banco de España.

Las inspecciones de la CNMV responden, en su mayor parte, a un plan sistemático elaborado por la Dirección General de Supervisión y tienen un carácter exhaustivo. En determinados casos,

Custodia de valores

Las entidades de valores y las sociedades gestoras tienen la obligación de conocer los riesgos de su actividad, en particular, aquéllos que afectan a los depósitos de valores. Además, deben contar con medios adecuados para controlarlos y salvaguardar los derechos de sus clientes.

La actividad de depósito de valores resulta determinante para la protección de los derechos de propiedad de los inversores. Los depositarios tienen el deber de garantizar la integridad de los valores en custodia, lo que se traduce en una obligatoria segregación de las cuentas de valores de los clientes respecto a la cuenta propia que puedan mantener los gestores o intermediarios y en su completa individualización frente a otras cuentas de terceros.

Adicionalmente, el incremento de las inversiones transfronterizas hace necesario contar con conocimiento del riesgo derivado de situaciones concursales en otros países, lo que implica establecer procedimientos de control rigurosos en la supervisión de las entidades depositarias. Es importante que las empresas de servicios de inversión conozcan los diferentes tratamientos legales existentes en países extranjeros y exijan las garantías necesarias que cubran posibles pérdidas para los inversores.

Para conocer la naturaleza de los depositarios con los que habitualmente trabajan, la CNMV realizó a mediados de 1998 una encuesta entre las entidades supervisadas. Sus principales conclusiones fueron las siguientes:

1. La mayoría de los depositarios son entidades nacionales que custodian, aproximadamente, 34 billones de pesetas en valores, sobre un total, también aproximado, de 37 billones. Respecto a los valores depositados en el extranjero, existe un alto grado de concentración en depositarios de Bélgica y Luxemburgo.
2. El grado de conocimiento de la legislación concursal en otros países es, en general, muy reducido, aunque también falta conocimiento de la legislación nacional.
3. Los procedimientos de control son escasos, o simplemente se ignoran, lo que se traduce en una ausencia de respuesta a esta cuestión. En muchos casos se delega el control en el propio depositario.
4. En un número elevado de casos las entidades no disponen de información sobre la solvencia y el rating de las entidades depositarias.

Los resultados de esta encuesta motivaron que la CNMV organizase sendos cursos en Barcelona y Madrid, durante el mes de enero de 1999, dirigidos a todas las entidades del sector, con el objetivo de dar a conocer los riesgos que implica la actividad de depósito. Previamente, la Dirección General de Supervisión, con fecha 10 de diciembre de 1998, les remitió una carta en la que se efectuaban diversas recomendaciones sobre la selección de depositarios por las empresas de servicios de inversión, los contenidos mínimos de los contratos con esas entidades y los procedimientos básicos de control interno.

el resultado de la supervisión a distancia sugiere a los inspectores puntos de atención especial. Así, durante el pasado año, se incidió, entre otros asuntos, en el cumplimiento de las normas de conducta, de las obligaciones en materia de información y de la formalización de las relaciones con la clientela a través de los correspondientes documentos contractuales. La actuación de los representantes mereció una cumplida revisión en todos los casos. En cuanto a la revisión de los aspectos que atañen a la solvencia de las entidades y, en general, al cumplimiento de los límites prudenciales, las inspecciones se desarrollaron conforme al enfoque de base consolidada previsto en nuestra legislación.

Como en otras ocasiones, los órganos jurisdiccionales han creído conveniente aprovechar en funciones de peritaje la capacidad técnica y el conocimiento del mercado de valores de los inspectores de la CNMV.

La solvencia de las entidades de valores y de las gestoras

El fuerte volumen de contratación registrado en el año 1998 incidió positivamente sobre los ingresos por servicios percibidos por las sociedades y agencias de valores, lo cual, unido a la contención de los gastos de estructura y al mantenimiento de la actividad por cuenta propia, permitió que sus beneficios antes de impuestos crecieran por encima del 60% respecto de los obtenidos en 1997. Esto también permitió un incremento de la rentabilidad anualizada antes de impuestos sobre fondos propios, que pasó de un 58% en 1997, a un 76% en 1998.

Esta situación, que se viene repitiendo en los últimos años, ha permitido el reforzamiento de la estructura financiero-patrimonial de las entidades. En concreto, los recursos propios computables crecieron un 22% en relación a los de 1997, hasta superar los 140.000 millones de pesetas mientras se mantenía estable el número de entidades. En esa evolución incidió, como ya lo hiciera el año anterior, el buen comportamiento de los mercados y los resultados positivos de 1997, que se computan en 1998. De los 140.000 millones de pesetas de recursos propios computables el 66% correspondía a las sociedades de valores y bolsa.

A consecuencia del crecimiento de los recursos propios se produjo un incremento del 27% en el superávit sobre los requerimientos mínimos en relación a 1997, de forma que éste superó los 103.000 millones de pesetas. A nivel individual, ninguna entidad de valores presentó déficit de recursos propios. Todo ello pone de manifiesto el bajo nivel de riesgos asumidos y, en consecuencia, el mantenimiento de una prudente política de inversión de sus recursos. Hay que recordar que las entidades presentan siempre recursos propios muy por encima de los exigidos legalmente. Como ya viene siendo habitual, el 80 % de las sociedades y agencias de valores calcularon sus requerimientos de recursos propios como un porcentaje del capital social mínimo legalmente establecido.

En cuanto a las exigencias de liquidez mínima establecidas en la legislación, no se registraron incumplimientos reseñables.

Las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva - 132 entidades - cuentan con una situación financiera saneada y con una rentabilidad sobre fondos propios muy elevada. Prueba de aquello es el hecho de que sus recursos propios computables - en torno a 150.000 millones de pesetas en junio de 1998 - superaban en 40.000 millones a sus exigencias de recursos propios mínimos.

En este colectivo no hubo incumplimientos de solvencia dignos de mención, ya que la única gestora que los incumplió estaba en proceso de liquidación y es su práctica inactividad lo que ha hecho que sus recursos propios hayan ido descendiendo paulatinamente, si bien el patrimonio

del fondo administrado era muy inferior al de los recursos propios de la gestora. Adicionalmente, otra gestora incumplió transitoriamente el nivel mínimo de recursos propios debido a que poco antes de reportar la información financiera, en el mes de junio, recibió patrimonio para su gestión en diferentes fondos de forma masiva.

El grupo de gestoras de carteras está compuesto por 46 entidades que cuentan con unos recursos propios globales en torno a los 8.000 millones de pesetas, muy por encima de los mínimos exigibles - aproximadamente unos 3.000 millones. En este caso, no se ha producido ningún incumplimiento del coeficiente de solvencia.

Desarrollo de la nueva regulación sobre operaciones de las IIC con productos derivados

Los productos derivados desempeñan un papel insustituible en la gestión de los riesgos financieros, principalmente del riesgo de mercado. Esta realidad, y el deseo de brindar las mejores oportunidades de gestión dentro de los cauces de prudencia financiera generalmente aceptados, motivó que en 1997 se autorizase, a través de una Orden Ministerial fechada el 10 de junio, una ampliación del ámbito de actuación de las IIC en productos derivados que, entre otras medidas, contemplaba la posibilidad de operar en productos OTC para establecer coberturas bajo ciertas condiciones. Aunque algunos extremos de la citada Orden Ministerial fueron desarrollados de forma reglamentaria ya en 1997 - Circular 3/97, de 19 de julio, de la CNMV -, quedaban todavía por desarrollar aspectos cruciales de la nueva regulación, entre los que destaca el establecimiento de criterios precisos para medir el compromiso de las IIC en derivados y supervisar el cumplimiento de los límites operativos. Éste fue el propósito de la Circular 3/98, de 22 de septiembre, sobre operaciones en instrumentos derivados de las instituciones de inversión colectiva.

La Circular 3/98 formula propuestas novedosas en el mercado de valores español, que recogen los avances de la teoría financiera y las tendencias internacionales recientes en materia de supervisión prudencial. Así, la Circular identifica el término “compromiso” utilizado en la Orden Ministerial a partir de la pérdida potencial máxima estimada a que se enfrenta una IIC por sus posiciones en instrumentos derivados y, para estimarla, admite dos métodos alternativos: el método denominado estándar, similar a la aproximación vigente para la determinación de los recursos propios en cobertura del riesgo de mercado de la cartera de negociación de intermediarios financieros y entidades de crédito, y el método denominado libre, que permite, entre otras posibilidades, utilizar modelos matemáticos, diseñados por las propias entidades, para medir la estimación del riesgo.

La Circular toma en consideración el estado actual del arte en el diseño de modelos de evaluación del riesgo de mercado, que permite una elevada discrecionalidad en la elección de metodologías y parámetros, y las recomendaciones de los organismos internacionales de regulación, como las contenidas en el documento *“Methodologies for determining minimum capital standards for internationally active securities firms which permit the use of models under prescribed conditions”* recientemente publicado por IOSCO. En consonancia con el contenido del citado documento, la Circular exige una previa autorización por parte de la CNMV para el uso del método libre y establece diversos criterios, en su mayor parte de carácter cualitativo y asociados a los requisitos de control interno establecidos en la Circular 3/97.

Es importante resaltar que, con independencia de su utilidad con fines regulatorios, los modelos matemáticos para la evaluación del riesgo de mercado tienen un elevado interés para la gestión del riesgo de las instituciones de inversión colectiva, por lo que su uso resulta altamente recomendable. En este sentido, las sociedades gestoras de IIC deberían realizar un mayor esfuerzo para formar adecuadamente a su personal e incorporar de un modo más amplio a sus métodos de gestión estas modernas herramientas.

7

EL SEGUIMIENTO DE LOS MERCADOS SECUNDARIOS

En 1998 continuó el proceso de expansión del mercado de renta variable, apoyado por un entorno favorable de bajos tipos de interés y buenas perspectivas económicas. Pese a la importancia que tuvieron las ampliaciones de capital y las privatizaciones, el aumento de la demanda (fondos de inversión, inversores no residentes) generó una fuerte presión al alza de las cotizaciones bursátiles prácticamente desde el comienzo del ejercicio. Los focos de incertidumbre que venían afectando a los mercados desde el comienzo de la crisis asiática (Japón, Rusia y Latinoamérica) fueron la causa de un severo recorte en las cotizaciones bursátiles iniciado al final de julio y propiciaron una elevada volatilidad. A pesar de ello, la recuperación en el tramo final del año permitió que se cerrase con resultados muy favorables para la renta variable que se resumen en un fuerte crecimiento del negocio (60%), una elevada revalorización (36%-37%).

AIAF y MEFF RV también registraron un crecimiento considerable. En el caso de MEFF RV como consecuencia de la elevada volatilidad en el mercado de contado. Por el contrario, la excepción a este comportamiento expansivo se produjo en MEFF RF, cuyo volumen de contratos negociados sobre tipos de interés de deuda e interbancario experimentó una sensible caída respecto al año anterior, motivada por los bajos niveles de volatilidad de los activos subyacentes (deuda, mibor) y el discreto comportamiento de la deuda pública a lo largo del año.

Desde un punto de vista operativo, los mercados se movieron durante 1998 en un nuevo entorno económico y competitivo que conlleva la introducción del euro, tanto en la adaptación de los sistemas de información e informáticos como en las normas de contratación (aspecto que ha sido ampliamente desarrollado en el capítulo 5). También condicionados por esta transformación, en los mercados europeos se han planteado operaciones de carácter estratégico para afrontar un entorno futuro, previsiblemente más competitivo, consistentes en alianzas entre mercados o la búsqueda de nuevos mercados. Este aspecto también ha sido abordado de forma detallada en el capítulo 5.

Desde el punto de vista de la supervisión, cabe destacar el seguimiento del proceso de introducción del euro y la atención prestada a la influencia de las coberturas de derivados en la fijación de precios en el mercado continuo.

Seguimiento de los mercados

Formación de los precios

La fijación del precio de cierre de algunos valores se ha visto distorsionada en ciertas ocasiones por la introducción de órdenes en los momentos finales de la sesión. Los motivos fueron varios: en primer lugar por el aumento de las operaciones ligadas a la cobertura de derivados, cuyo subyacente son valores cotizados, cestas de valores o el índice Ibex-35. Otro motivo fue que algunos inversores realizaron operaciones de gran volumen en relación con la contratación habitual justamente al cierre, sin que los demás inversores tuvieran tiempo de reaccionar. Y por último, la introducción de órdenes en los últimos segundos de negociación, generalmente de pequeño importe, con el único fin de fijar el precio de cierre. En relación con estas prácticas, la CNMV publicó diversas recomendaciones en su Carta Circular 5/1998, cuyo contenido se amplía en el recuadro siguiente.

La CNMV también está intentando erradicar la práctica de cruzar operaciones en el mercado de órdenes SIBE sin que se produzca un cambio en el titular final de las acciones. En algunas ocasiones se efectúan operaciones que tienen como resultado una variación significativa de las cotizaciones pero que no se corresponde con la confrontación real de la oferta y la demanda, creando además una falsa imagen de actividad del valor que puede confundir al resto de los inversores.

Criterios recomendados por la CNMV en relación con la gestión de órdenes al cierre de la sesión en el SIBE y la elección de precios de referencia para los productos financieros con rendimiento asociado a valores que cotizan en dicho segmento (Carta Circular 5/1998, de 30 de marzo)

En el ámbito de la renta variable bursátil, tanto el Ibex-35 como algunos de los más importantes valores cotizados en el SIBE son utilizados, de forma frecuente, como subyacente o referencia, a efectos de valoración, de diversas clases de contratos - derivados OTC, warrants, depósitos indexados, fondos garantizados, etc. En líneas generales, puede decirse que estos contratos tienen un positivo efecto sobre la actividad de contado en el SIBE, por las operaciones de cobertura que generan. Sin embargo, la CNMV también ha observado con preocupación que, al hilo de estas operaciones, se producen determinadas prácticas de introducción de órdenes al cierre de la sesión, cuyo objetivo no parece ser el de participar en la negociación, sino el de influir significativamente en la determinación del precio de cierre, de gran transcendencia para la valoración de muchos contratos.

Los artículos 80 a) y 99 i) de la Ley del Mercado de Valores establecen una barrera infranqueable para los miembros del mercado y para sus clientes, a quienes prohíben provocar una evolución artificial de los precios y falsear su libre formación, respectivamente. La CNMV, consciente de la importancia que tiene un efectivo cumplimiento de estos principios para la integridad del mercado, ha perseguido siempre con especial celo las conductas infractoras en esta materia y sus actuaciones se han traducido, en diversas ocasiones, en la imposición de fuertes sanciones. Con el mismo objetivo, ha utilizado, asimismo, los medios a su disposición para dirigirse a los intermediarios del mercado y advertirles de las responsabilidades en que podrían incurrir si admitiesen determinados tipos de órdenes que, en opinión de la CNMV, conculcan los principios citados. Hay que recordar, al respecto, que el Código General de Conducta regulado en el Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores, impone a los intermediarios la obligación de actuar con cuidado y diligencia, teniendo en cuenta no sólo los reglamentos operativos, sino también los usos propios de cada mercado, a cuyo buen funcionamiento se deben.

La CNMV ya había manifestado su preocupación por las prácticas de introducción de órdenes en el SIBE en una carta circular de la CNMV a los presidentes de todas las entidades de valores y de todas las entidades de crédito en 1997 (C.C. 5/1997, de 3 de abril). A pesar de ello, y en relación la fijación del precio de cierre, la CNMV observó que algunos inversores continuaban realizando operaciones de importe relevante, respecto a los promedios habituales de negociación, durante los últimos instantes de la sesión, sin que el resto de los participantes del mercado tuviesen oportunidad de reaccionar. Asimismo, constató que algunos miembros del mercado introducían pequeñas órdenes durante ese período sin otra intención aparente que la de fijar el precio de cierre. De ahí que, en marzo de 1998, la CNMV optase por dirigir una nueva carta circular a los mismos destinatarios (C.C. 5/1998, de 30 de marzo) con recomendaciones más detalladas sobre la introducción de órdenes al cierre. Con la misma intención, esta Carta Circular efectúa determinadas recomendaciones respecto a la elección de precios de referencia para la valoración de contratos financieros.

Introducción de órdenes al cierre

Tras recordar el impacto que estas órdenes pueden tener en la formación del precio de cierre, la CNMV advierte a los miembros del mercado que deberán rechazarlas siempre que tengan conocimiento de que la intención del ordenante es alterar artificialmente o falsear la evolución de los precios. Además, la CNMV les recuerda su obligada lealtad al proceso de libre formación de precios implícito en el Código General de Conducta y algunas de sus consecuencias en términos operativos, como, por ejemplo, la obligación de actuar con cautela durante los momentos previos al cierre de la sesión e introducir de forma gradual aquellas órdenes que, por su tamaño, en relación a la profundidad del mercado, o el momento en que se producen, pudieran provocar una fijación artificial del precio de cierre. Cuando estimen, de forma razonada, que una orden pudiera tener este efecto y el cliente no aceptase una ejecución que obviase tal riesgo, los miembros del mercado deberán rechazarla.

Referencia de productos financieros al precio de cierre

Por sus implicaciones sobre la formación de precios en contado, la CNMV desaconseja a los intermediarios financieros que utilicen los precios de cierre del SIBE como referencia para sus productos y señala que en su lugar pueden utilizar referencias menos sensibles a operaciones puntuales, como, por ejemplo, el precio medio ponderado de una sesión. Si a pesar de ello utilizasen esa referencia, deberían evitar que las operaciones de cobertura provocasen distorsiones en el mercado. A tal efecto se recomienda concentrar en un solo miembro tales operaciones y se desaconseja que las entidades realicen, en la misma sesión, operaciones por cuenta propia con los mismos valores y en el mismo sentido que las de cobertura.

Nuevas modalidades de negociación en renta variable

Entre las innovaciones que se han producido en 1998 en el funcionamiento de los mercados, destacan las llevadas a cabo en el segmento de renta variable, con la entrada en funcionamiento de una modalidad de contratación mediante la fijación de precios únicos (fixing) y la contratación de bloques. La primera tiene como objetivo mejorar la formación de los precios para los valores menos contratados y la finalidad de la segunda es la creación de un sistema para canalizar operaciones de gran volumen, muy demandadas por inversores institucionales y extranjeros. En los dos siguientes recuadros se presenta una exposición con más detalle sobre ambas materias.

La nueva modalidad de negociación de “fixing” en el mercado de renta variable

A lo largo de 1998 se produjeron cambios importantes en el sistema de contratación del mercado de renta variable, con la finalidad de que las bolsas españolas mantengan un alto nivel de eficiencia en un entorno cada vez más competitivo. Para ello, la Sociedad de Bolsas, a través de la Circular 1/98, estableció una nueva modalidad de negociación denominada “fixing”, que entró en funcionamiento el 1 de julio del pasado año. Su objetivo: mejorar el proceso de formación de precios para valores de tamaño intermedio que cotizan en el SIBE, pero que carecen de un flujo de órdenes suficiente para garantizar un frecuente cruce de operaciones durante la prolongada sesión del mercado continuo.

Bajo la nueva modalidad, todas las órdenes de compra y de venta se concentran en un espacio de tiempo determinado para determinar un precio representativo o “fixing”. El carné de órdenes está abierto diariamente entre las 9 h. y las 16 h. pero el “fixing” sólo se produce en dos momentos de la sesión: a las 12 h. y las 16 h.. Para ello se utiliza el mismo procedimiento que sirve para fijar el primer precio del día tras el período de ajuste en el mercado principal del SIBE.

La nueva modalidad alberga, fundamentalmente, a valores que ya cotizaban en el SIBE en el momento de su creación. Se incorporaron también a ella algunos valores que, en ese momento, cotizaban en corros. La Sociedad de Bolsas ha previsto que las compañías que coticen en bolsa por primera vez opten entre el sistema principal de órdenes y el de “fixing”, pudiendo modificar posteriormente esta primera elección en función de su actividad bursátil.

Inicialmente se incorporaron a esta modalidad un total de 25 emisores; en la actualidad, se negocian 23 valores. Desde su implantación 11 entidades han dejado de negociar - en cuatro casos como consecuencia de la exclusión de cotización de bolsa y en los otros siete por su incorporación al mercado principal de órdenes -, produciéndose nueve incorporaciones. Los datos sobre el volumen negociado durante el pasado año - en torno a 23.000 millones de pesetas - sugieren que el segmento aún no ha logrado consolidarse.

El sistema de negociación de bloques en el mercado de renta variable

El Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE) inauguró el pasado 6 de noviembre dos nuevas modalidades especiales de contratación con la finalidad de flexibilizar la negociación de operaciones de gran tamaño - bloques -, en línea con la oferta ya existente en los principales mercados europeos. La creciente participación de fondos de inversión y, en general, grandes inversores en nuestra bolsa ha dado lugar a un notable crecimiento de estas operaciones. Con las nuevas modalidades de contratación se pretende que los operadores se sientan cómodos en nuestro mercado a la hora de negociar bloques y evitar el desplazamiento de esta actividad al mercado OTC o a otros centros de contratación.

Las dos modalidades introducidas reciben la denominación “contratación de bloques por precios” y “precios convenidos”, respectivamente. La primera es, sin duda, la más novedosa. Abierta a operaciones con cualquier valor del SIBE que superen los 250 millones de pesetas y representen, al menos, el 10% del volumen medio diario del último trimestre, permite a los operadores seleccionar directamente la oferta más conveniente, en términos de precio y volumen, entre las que se introduzcan. Los precios se fijan libremente, dentro de la banda máxima de fluctuación prevista por el SIBE con carácter general ($\pm 15\%$).

La segunda modalidad - a precios convenidos - consiste en un sistema de comunicación y validación de operaciones con valores integrados en el Ibex-35 previamente cerradas por las partes, cuyo efectivo sea superior a 100 millones de pesetas y representen, al menos, el 5% de la contratación diaria del último trimestre. En esta modalidad, el precio debe situarse dentro de la horquilla determinada por los precios medios ponderados de las seis mejores ofertas de compra y venta en el mercado.

Para asegurar un adecuado nivel de transparencia, se exige en ambas modalidades que las operaciones - precio, volumen e intermediarios - se difundan antes de que se inicie el período de ajuste del día siguiente a aquel en que se hayan producido.

Durante los dos meses escasos de vigencia del nuevo mercado de bloques, el importe negociado a su través ascendió a 347.362 millones de pesetas, equivalente al 6,5% del total negociado en el mercado principal. El efectivo medio por operación fue de 2.500 millones de pesetas, aproximadamente. Gran parte de las operaciones especiales que venían realizándose al amparo del Real Decreto 1416/1991, de 27 de septiembre, sobre operaciones bursátiles especiales, se realizan ahora mediante las nuevas modalidades. Asimismo, tras la entrada en vigor de éstas se ha apreciado una disminución del 3% en el volumen negociado a través de aplicaciones en el mercado principal.

Suspensiones temporales de la cotización en bolsa

En 1998 se registraron 80 suspensiones temporales de cotización que afectaron a 56 emisores. La causa más general fue la difusión de hechos relevantes, susceptibles de influir en la cotización del valor, cuyo número aumentó considerablemente respecto al año anterior. Entre las suspensiones producidas por este motivo, 25 lo fueron en relación con noticias sobre un próximo lanzamiento de OPA y 11 por noticias relativas a fusiones de compañías. La presentación de OPA en la CNMV motivó un total de 12 suspensiones. Una de las novedades del ejercicio que se cierra ha sido la suspensión de cotización de valores al finalizar el plazo de aceptación de una OPA de exclusión para evitar los movimientos especulativos que se producían en estas situaciones.

Cuadro 7.1

SUSENSIONES TEMPORALES DE COTIZACION EN BOLSA

	1997	1998
Número de emisores suspendidos	35	56
Número de suspensiones	48	80
Por presentación de OPA	15	12
Por difusión de información relevante	25	62
Por insuficiente información económico-financiera	8	1
Por causas técnicas	1	0
Otras	0	5

Exclusiones de la cotización bursátil

Las exclusiones de bolsa registradas durante 1999 fueron 36, de las que 15 correspondieron a exclusiones efectuadas por los gobiernos de las Comunidades Autónomas en uso de sus facultades: Gobierno Vasco (9), Generalidad de Cataluña (5) y Gobierno Valenciano (1). El segundo tipo de exclusión más numeroso, siete casos, respondió a aquellas situaciones en que se liquidó una OPA formulada por la propia sociedad para tal fin.

Volatilidad y garantías en MEFF

MEFF RF

El importante descenso de la volatilidad experimentado por los mercados de renta fija llevó a que las garantías exigidas por MEFF RF en la primera parte del año acabasen muy sobredimensionadas. Estas no reflejaban adecuadamente las variaciones diarias de precios observadas ni, por tanto, el riesgo en el que estaba incurriendo aquel mercado de derivados. Teniendo en cuenta esta nueva situación, en el mes de mayo se procedió a una revisión de los niveles de garantías diarias que habían permanecido invariables desde principios de 1994.

Cuadro 7.2

GARANTIAS DIARIAS ACTUALMENTE VIGENTES VS GARANTIAS ANTERIORES

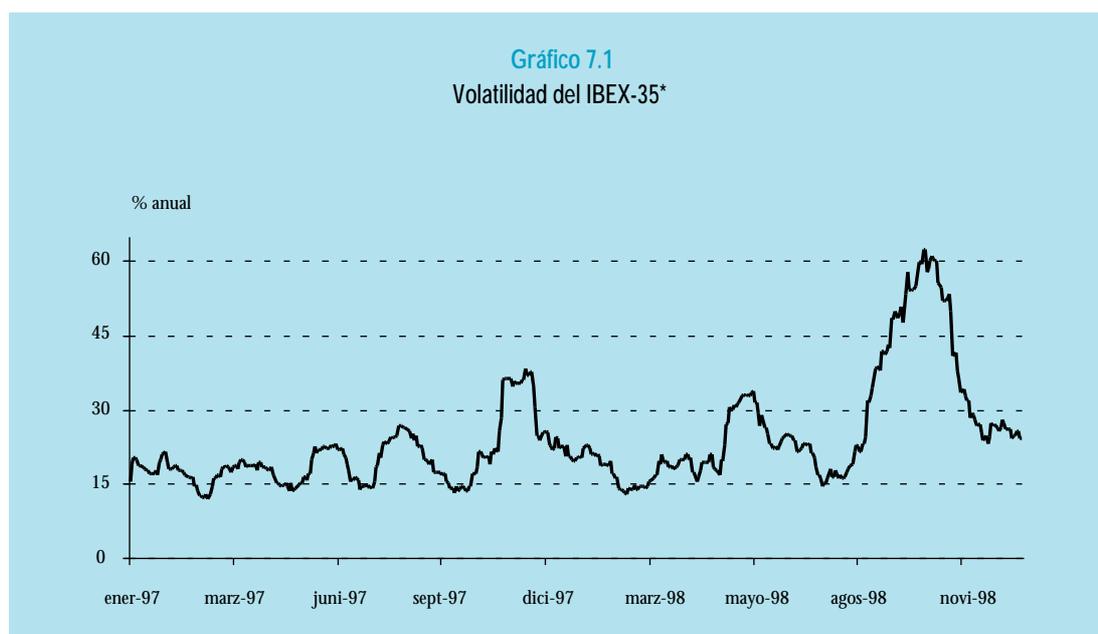
Contrato	Garantías diarias actuales	Garantías diarias anteriores
Bono Nacional a 5 años	100.000 Pesetas/contrato	100.000 Pesetas/contrato
Bono Nacional a 10 años	165.000 Pesetas /contrato	300.000 Pesetas /contrato
Mibor 90 Plus	75.000 Pesetas/contrato	300.000 Pesetas/contrato
Mibor 360 Plus	300.000 Pesetas/contrato	1.200.000 Pesetas/contrato
Diff Bund-Bono 10	115.000 Pesetas/contrato	230.000 Pesetas/contrato

La reducción de garantías afectó especialmente a los contratos con subyacente de corto plazo - Mibor 90 plus y Mibor 360 plus - que, tras el cambio, tienen asociadas unas garantías del 25% en relación con las anteriores. En cambio, el contrato sobre bono nacional a 5 años continuó con las mismas condiciones, dado que su aparición data de finales del año 97, y sus garantías estaban mucho más ajustadas a las nuevas condiciones de los mercados.

Por otra parte, este nuevo esquema las garantías diarias exigidas por MEFF RF las sitúa en línea con la de sus homólogos europeos, lo que supone un paso más en la igualación de las condiciones técnicas para afrontar la competencia a nivel comunitario.

MEFF RV

La coyuntura bursátil en la que se ha desarrollado la actividad de MEFF RV ha supuesto un escenario completamente distinto a aquel contemplado por MEFF RF. En concreto, la volatilidad de las variaciones diarias de los precios de renta variable se ha incrementado de manera muy significativa a lo largo del último año - véase el gráfico.



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

Ese aumento de la volatilidad, que fue especialmente significativo durante los meses de agosto y septiembre debido a la profundización de la crisis financiera internacional, provocó incluso que MEFF RV tuviese que solicitar garantías extraordinarias en varias sesiones. Este mecanismo, previsto en la normativa del mercado, tiene como objetivo el permitir a la Cámara de Compensación recuperar un nivel de garantías que, en cada momento, le permitan hacer frente a situaciones de hipotético incumplimiento de los compromisos asumidos. Se solicitan cuando las variaciones de precios con respecto al cierre del día anterior superan un nivel de seguridad predefinido por la Cámara. Con anterioridad se había requerido en contadas ocasiones, la primera el 18 de julio de 1997.

La persistencia de la situación de alta volatilidad y el elevado nivel alcanzado por el índice llevaron a que MEFF RV incrementara durante 1998 en cuatro ocasiones el nivel de garantías diarias exigibles a los contratos con subyacente Ibex-35. De esta forma, los contratos de futuros sobre Ibex-35 pasaron de unas garantías diarias de 375.000 pesetas/contrato a principios de 1998 a 850.000 pesetas/contrato a partir del 5 de octubre. Con fecha 30 de noviembre y en respuesta a una reducción de la volatilidad intradía, las garantías se redujeron hasta las 700.000 pesetas/contrato-7.000 euros por contrato tras el proceso de conversión.

Incremento de las garantías iniciales de los miembros liquidadores en MEFF RF y RV

Con el fin de reforzar la solvencia de los miembros liquidadores y la protección financiera de las cámaras de compensación de productos derivados sobre activos financieros, el 2 de octubre entró en vigor de forma conjunta y simultánea en MEFF RF y MEFF RV una nueva Circular sobre garantías iniciales.

Se incrementaron así las garantías iniciales de los miembros liquidadores hasta los 40 millones, desde los 20 iniciales de MEFF RF y los 10 de MEFF RV. Además, se establecieron por Circular los límites a la posición abierta de los liquidadores en relación a sus recursos propios. En concreto, las garantías exigibles a los liquidadores no podrán exceder el 35% de sus recursos propios y solo podrá superarse mediante préstamo del límite de otro miembro, aval bancario, pignación de deuda del estado o ingreso en efectivo.

Además, las nuevas Circulares unifican para MEFF RF y MEFF RV no sólo la cuantía de las garantías iniciales, sino también los criterios de actuación ante excesos en el límite de la posición abierta en función de los recursos propios.

Ofertas públicas de adquisición de valores (OPA)

En 1998 se registró un considerable aumento en el importe de las OPA tramitadas, debido a la elevada cuantía de la OPA llevada a cabo por el Banco de Santander S.A. sobre el Banco Español de Crédito S.A. En total se tramitaron 18 OPA, cuyo importe potencial ascendía a 779.000 millones de pesetas y que se materializaron en transacciones por valor de 734 millardos.

Más de la mitad de las ofertas perseguían la adquisición por parte de la sociedad de sus propias acciones, ya fuera para obtener su exclusión de cotización - nueve de ellas - o bien para reducir el capital mediante amortización de las acciones adquiridas - una. De las restantes, cuatro tenían como objetivo conseguir una participación superior al 50% del capital, dos para obtener el control de la empresa, afectada y dos para consolidarlo. En cumplimiento de la norma aplicable

para las adquisiciones indirectas o sobrevenidas de una participación significativa se realizaron dos; otra perseguía consolidar una participación accionarial de entre el 25% y el 50%, y finalmente una más se formuló voluntariamente sobre acciones no admitidas a negociación en bolsa con el fin de facilitar la liquidez a los pequeños accionistas.

Cuadro 7.3
OFERTAS PUBLICAS DE ADQUISICION DE VALORES (OPA)

Importes en millones de pesetas

	1994	1995	1996	1997	1998
Tramitadas en el ejercicio ⁽¹⁾					
Número	17	22	20	14	18
Importe potencial ⁽²⁾	136.676	285.442	292.457	107.829	779.249
Realizadas ⁽³⁾					
Número	17	22	19	13	18
Importe	71.068	212.231	268.604	95.663	733.911

(1) 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.

Como en ejercicios anteriores, la CNMV prestó especial atención al análisis de la contraprestación en aquellos casos en que estaba reglamentariamente establecida. En este sentido cabe señalar que se presentaron numerosas operaciones cuyo precio debía ser expresamente autorizado. Nueve de ellas eran OPA de exclusión y dos se realizaron en cumplimiento de la norma específica sobre adquisiciones indirectas o sobrevenidas. En varias de ellas se produjo una elevación del precio inicialmente propuesto para la operación. Todas contaron con informes de valoración de las sociedades afectadas realizados por expertos independientes.

Asimismo, en dos ofertas, la contraprestación consistió en una permuta o canje de valores a emitir por la sociedad oferente. En estos supuestos se veló porque se expresara con claridad la valoración y características de los valores que se ofrecían en canje así como sus proporciones.

Entre las OPA del pasado año caben destacar, por su interés, las siguientes:

- *Por su importancia económica.* Como ya se ha mencionado, la operación de mayor importe fue la realizada por Banco Santander, S.A. sobre Banco Español de Crédito, S.A. en la que se canjearon acciones por un valor de mercado superior a 500.000 millones de pesetas efectivas. También fueron de gran cuantía, las OPA de Sol Meliá, S.A. sobre Meliá Inversiones Americanas, N.V., en la que el canje de las acciones representó un valor de mercado superior a 62.000 millones de pesetas, y la de Promotec, 5000, S.L. sobre Grupo Anaya, S.A. que alcanzó 33.000 millones de pesetas aproximadamente.
- *Formuladas por grupos extranjeros.* Se registraron tres operaciones, con una propuesta de adquisición de valores por importe total de 54.000 millones de pesetas y una contratación efectiva de 38.000 millones de pesetas.

OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE VALORES EN 1998

Compañía	Autor de la oferta	Finalidad	%capital social sobre el que se dirige	Importe realizado efectivo (miles de pesetas)	Resultado en % s/valores a los que se dirige la OPA
Banco de Vitoria	Banco de Vitoria	Exclusión	10,10	1.527.471	61,58
Cartera Baseibar, S.I.M.	Cartera Baseibar, S.I.M.	Reducción de capital	33,28 (máximo)	2.100.000	73,94
Banco Español de Crédito	Banco Santander	Aumento de participación	51,89 (mínimo=4,98)	597.819.520 ¹	95,21
Estacionamientos Subterráneos	Grupo Ferrovial	Aumento de participación	75,32	13.308.276	93,92
Banco de Alicante	Banco de Alicante	Exclusión	6,39	1.007.036	69,41
Asland Catalunya y del Mediterráneo	Asland Catalunya y del Mediterráneo	Exclusión	1,41	666.364	89,65
Sociedad Española de Carburos Metálicos	Sociedad Española de Carburos Metálicos	Exclusión	2,24	1.481.662	72,57
Inmobiliaria Alcázar	Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Baleares	Aumento de participación	20,00 (máximo)	791.527	100,00 (con prorrateo)
Citroën Hispania	Citroën Hispania	Exclusión	3,27	2.541.084	74,57
Banco Simeón	Banco Simeón	Exclusión	0,79	268	0,24
Conservas Garavilla	Conservas Garavilla	Exclusión	5,73	499.239	89,96
Sociedad Financiera y Minera	Ciments Français	Cumplimiento art. 3 por participación sobrevenida	10,00 (máximo)	5.046.856	89,27
Promotec 5.000, S.L.	Grupo Anaya	Toma de control	100,00 (mínimo=63,51%)	33.193.068	94,84
AGF Unión-Fénix, Seguros y Reaseguros	Allianz AG	Cumplimiento art. 3 por participación sobrevenida	13,23	8.461.233	61,57
Compañía Andaluza de Cementos y Derivados ⁽²⁾	Cementos Portland	Facilitar liquidez a los accionistas minoritarios de la soc. afectada	2,48	594.052	73,17
Bankoa	Bankoa	Exclusión	3,34	193.888	49,83
Sociedad Financiera y Minera	Sociedad Financiera y Minera	Exclusión	3,49	1.770.249	89,75
Meliá Inversiones Americanas, N.V.	Sol Meliá	Aumento de participación	82,57	62.909.103 ⁽³⁾	96,51

(1) El efectivo se ha calculado asignando a la acción de Banesto un precio de 1.975 pesetas por acción, resultante de la ecuación de canje (5 acciones de Banco Santander por cada 16 acciones de Banesto), según el precio de cierre de la acción de Banco Santander el día 18/02/98, fecha anterior a la presentación de la OPA, que fue de 6.320 pesetas por acción.

(2) Compañía no cotizada en bolsa.

(3) El efectivo se ha calculado asignando a la acción de Meliá Inversiones Americanas (MIA) un precio de 6.719 pesetas, resultante de la ecuación de canje (9 acciones y 9 warrants de Sol Meliá por cada 10 acciones de MIA), según el precio de cierre de la acción de Sol Meliá el día 20/11/98, fecha anterior a la presentación de la primera OPA (luego sustituida por ésta), que fue de 5.739 pesetas por acción más el importe máximo del warrant (1.835 pesetas).

- *Operaciones cuya contraprestación consistió en una permuta o canje de valores a emitir por la sociedad oferente.* Se realizaron dos OPA: la de Banco Santander, S.A. sobre Banco Español de Crédito, S.A. y de Sol Meliá, S.A. sobre Meliá Inversiones Americanas, N.V. Ambas perseguían la integración de las compañías. De la primera de ellas cabe destacar el elevado importe efectivo que representaban los valores canjeados a precios de mercado - más de 500.000 millones de pesetas. La segunda contenía varios aspectos diferenciadores de las otras ofertas públicas de adquisición realizadas hasta la fecha:
 - La sociedad afectada había salido a bolsa unos meses antes y la OPA suponía un cambio en la estrategia empresarial, incluidos los aspectos bursátiles, que habían sido proyectados por el grupo hotelero desde la salida a bolsa de la propia Sol Meliá en 1996.
 - La sociedad oferente preveía inicialmente como contraprestación una permuta en la que se ofrecían en canje acciones de Sol Meliá de nueva emisión. Ante la desigual acogida de la operación por el mercado, finalmente se retiró la OPA presentándose una nueva operación.
 - En la nueva OPA, además de las acciones de Sol Meliá a emitir para el canje, se ofrecían otros valores - warrants - también a emitir por el oferente, que garantizaban en una fecha prefijada una revalorización determinada de la acción de Sol Meliá, con el fin de incentivar el canje. Las cantidades máximas a pagar al vencimiento de los warrants serán abonadas por el accionista mayoritario del grupo hotelero.
- *Por sus consecuencias en el ámbito bursátil.* Destacaron las que conllevaban directa o indirectamente la exclusión de negociación en bolsa de las sociedades afectadas: Banco de Vitoria, Banco de Alicante, Asland Catalunya y del Mediterráneo, Sociedad Española de Carburos Metálicos, Citroën Hispania, Banco Simeón, Conservas Garavilla, Sociedad Financiera y Minera y Bankoa. Al menos tres de las sociedades sobre las que se formuló una OPA en 1998 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.

El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores

Dos han sido los objetivos principales que han marcado la actuación de Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV) a lo largo de 1998 y que, en gran medida, determinarán sus actuaciones en 1999: la introducción del euro y el desarrollo del Protocolo de Acuerdo para el desarrollo de los mercados de renta fija (suscrito el 29 de abril de 1998 por los presidentes de las cuatro Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores, el presidente de AIAF Mercado de Renta Fija, el presidente del SCLV y el presidente de la CNMV).

La adopción del euro como unidad de cuenta de negociación y de liquidación - desde el 4 de enero de 1999 la contratación y la liquidación de las operaciones en los mercados de valores se realiza en euros - ha dado lugar a una necesaria adaptación previa de todos los procesos informáticos a la nueva moneda. Tal adaptación y transformación han sido llevadas a cabo a lo largo de 1998. De igual modo, las entidades adheridas al SCLV han debido de acreditar ante el Servicio la suficiente capacidad para afrontar la liquidación en la nueva unidad de cuenta, para lo cual han tenido que superar determinadas pruebas técnicas. Todos estos procedimientos han sido regulados mediante circulares e instrucciones elaboradas por el SCLV⁽²⁹⁾.

(29) Para más detalle véase el capítulo 5.

En relación con el Protocolo de acuerdo para el desarrollo de los mercados de renta fija⁽³⁰⁾, el SCLV ha sentado las bases técnicas para el establecimiento de una plataforma única de compensación y liquidación de los valores de renta fija negociados en AIAF y en las bolsas. A través de la Circular 2/1998 y diversas normas que la complementan, se han definido las normas aplicables al sistema de registro contable, los mecanismos de compensación y liquidación y los procedimientos de comunicación entre entidades y el sistema de compensación y liquidación para los valores de renta fija privada representados mediante anotaciones en cuenta.

El SCLV ha llevado a cabo, también, diversas mejoras en sus procedimientos, entre las que cabe destacar las relacionadas con operaciones de préstamo bilateral de valores, el régimen de traspasos de valores entre entidades y la justificación de ventas. En lo que se refiere al préstamo bilateral, el 15 de abril de 1998 entraron en funcionamiento nuevos procedimientos operativos y nuevos formatos de comunicaciones al SCLV con la finalidad de promover una mayor agilidad en las operaciones entre entidades adheridas. En lo concerniente a los traspasos de valores, a partir del 15 de octubre de 1998 se redujo a un día hábil el plazo de ejecución de los traspasos de valores entre entidades, tanto para los libres de pago como para los que exigen pago de efectivo. En cuando a la justificación de ventas, se procedió a una ampliación del horario hábil - hasta las 10:00 horas de D+3 - para proceder a las comunicaciones con esta finalidad. Con esta medida se pretende favorecer un mejor cumplimiento global del plazo de liquidación.

(30) Para más detalle véase el capítulo 3.

La Unidad de Vigilancia de los Mercados

La Unidad de Vigilancia de los Mercados (UVM) se creó en 1997 para facilitar la detección temprana de prácticas de manipulación de precios y uso indebido de información privilegiada, tan nocivas para la integridad del mercado de valores. Durante su segundo año de vida, la UVM incrementó su capacidad operativa con nuevos medios técnicos y el perfeccionamiento de sus procedimientos de investigación. Realizó un total de 52 investigaciones y, en el transcurso de las mismas, remitió 778 requerimientos en demanda de información.

Cuadro 8.1

ACTUACIONES DE LA UNIDAD DE VIGILANCIA DE LOS MERCADOS

	1997	1998
Investigaciones realizadas	43	52
Información privilegiada	23	19
Manipulación cotizaciones	15	24
Otros	5	9
Requerimientos (*)	1.119	778
Visitas realizadas	56	35
Tomas de declaración	36	44
Resultados de las investigaciones	14	51
Comunicaciones	9	24
Comunicación previa de incumplimientos	4	20
Apertura de expediente	1	7
Colaboración de la UVM con organismos extranjeros	0	3

(*) Con la entrada en vigor de la solicitud electrónica de titularidades al SCLV se simplificó el proceso de petición de titularidades.

Actuaciones basadas en el resultado de las investigaciones de la UVM

Por haber detectado la realización de determinadas prácticas no conformes con los buenos usos de los mercados o la existencia de determinadas deficiencias organizativas que no reunían los requisitos para ser tipificadas como infracciones, la UVM remitió un total de 24 comunicaciones, 15 más que el año anterior. Entre ellas destacan, por su interés, las siguientes:

- A siete emisores de valores se les llamó la atención sobre operaciones de auto-cartera, cuyo volumen podía influir sobre los precios. En general, se les reco-

8

INTEGRIDAD DEL MERCADO

mendó incorporar en sus reglamentos internos de conducta un régimen regulador de la operativa sobre las propias acciones que asegurase su neutralidad sobre el proceso de formación de precios.

- A una entidad financiera, que había actuado como ordenante de una operación de venta ejecutada al cierre de la sesión del SIBE, asociada al vencimiento de contratos de derivados, se le advirtió que revisara la manera de realizar sus operaciones de cobertura, para evitar influir artificialmente sobre los precios. A las dos sociedades de valores que intermediaron en la operación se les recomendó que observaran determinados principios para evitar la introducción de ese tipo de órdenes⁽³¹⁾.
- A un emisor nacional por poner a disposición de algunos analistas información sobre la compañía sin haberla hecho pública al mismo tiempo al mercado como hecho relevante, coincidiendo además dicha circunstancia con un incremento en la cotización del valor en cuestión.

Agilización del procedimiento para la obtención de titularidades

Dentro del proceso investigador de la UVM, uno de los pasos más importantes es la identificación, con la menor dilación posible, de las personas físicas y jurídicas que han realizado transacciones sobre el valor o valores de interés durante un determinado período de tiempo.

La creación de la UVM y su plena implicación en las tareas encomendadas hicieron necesario revisar el procedimiento seguido para obtener esta información. El nuevo procedimiento, acordado con el SCLV, ha permitido normalizar el contenido de las peticiones realizadas por la UVM - su contenido queda regulado por un formato de transmisiones, adoptado en febrero de 1998 - y facilita a las entidades adheridas un cumplimiento más fácil de los requerimientos de información de titularidades, dado que ahora pueden utilizar los canales ya existentes para el intercambio de información entre ellas y el SCLV.

La implantación del nuevo sistema ha agilizado de manera notable la obtención de información. Ahora es posible recibirla en un plazo comprendido entre diez y doce días hábiles a contar desde la fecha de la petición, sensiblemente inferior al plazo de cinco semanas que era habitual con el sistema anterior.

(31) Sobre los principios aludidos, véase la Carta Circular 5/1998, de 30 de marzo. En el capítulo 7 se comenta esta carta circular en un recuadro.

Colaboración con organismos extranjeros para la investigación de titularidades

La investigación sobre la titularidad real de las operaciones realizadas es una de las tareas más importantes dentro del proceso de trabajo de la UVM. Cuando se trata de operaciones realizadas por no residentes, dichas averiguaciones requieren generalmente la colaboración de organismos reguladores extranjeros.

Durante el pasado año, la UVM cursó diversas solicitudes de información a los siguientes reguladores: Commission des Opérations de Bourse (Francia), Comissao do Mercado de Mobiliários (Portugal), Swiss Federal Banking Commission (Suiza), Financial Services Authority (Reino Unido), Commissariat aux Bourses (Luxemburgo) y Commission Bancaire et Financière (Bélgica). Durante ese mismo período, la Unidad prestó su colaboración en sus investigaciones a tres organismos supervisores extranjeros - Commission des Opérations de Bourse (Francia), Financial Services Authority (Reino Unido) y Securities and Exchange Commission (Estados Unidos).

El fenómeno de la globalización hace que la colaboración e intercambio recíproco de información resulten hoy esenciales en la actividad de los supervisores de todos los países. Es de esperar que, con el crecimiento de las solicitudes de información, se produzca también una normalización tanto de las solicitudes como de las respuestas, lo que facilitaría el trabajo de los investigadores.

Tiene interés citar, en relación con la colaboración entre supervisores, el importante paso adelante que se ha producido en Suiza, donde una reforma legislativa ha abierto la posibilidad de obtener información sobre titularidades en ese país - véase recuadro en capítulo 10. La CNMV ya se benefició de la colaboración de las autoridades suizas durante el pasado año.

La actuación de la Inspección

La actividad disciplinaria desarrollada por la CNMV durante 1998 fue significativamente mayor que la del año precedente, como se deduce tanto del número de expedientes concluidos, como del número de infracciones contempladas - véase cuadro 8.2. El aumento de las sanciones se ha producido fundamentalmente en dos áreas:

- Apelación o captación de ahorro del público sin habilitación o sin sometimiento a la normativa del mercado de valores, que constituye una de las máximas preocupaciones del organismo supervisor por ser gravemente lesiva al interés de los inversores. Por este motivo se formularon cargos en 8 casos.

- Normas de conducta exigidas a todas aquellas personas o entidades que operan en el mercado de valores, cuya observancia es esencial para proteger al inversor y para preservar la calidad de nuestro mercado. En este área se formularon cargos en 24 ocasiones por la presunta comisión de infracciones de diversa naturaleza: manipulación de precios, información privilegiada, ausencia de “murallas chinas”, simulación de transferencias y violación del principio de prioridad de interés del cliente.

A pesar del mayor número de expedientes tramitados, el periodo medio de tramitación se mantuvo inalterado en siete meses. La CNMV realizó un notable esfuerzo para que los expedientes siguieran resolviéndose en un plazo razonable y con pleno respeto a las garantías y plazos que las normas procedimentales otorgan a los interesados para el ejercicio de sus derechos de defensa.

Cuadro 8.2
NUMERO DE INFRACCIONES

	1998	1997
Infracciones objeto de apertura de expediente	54	21
– Muy graves	29	18
– Graves	22	3
– Leves	3	1
Infracciones en expedientes concluidos	39	32
Infracciones muy graves	24	25
• expedientes abiertos en 1995	-	4
• expedientes abiertos en 1996	-	16
• expedientes abiertos en 1997	13	5
• expedientes abiertos en 1998	11	-
Infracciones Graves	12	6
• expedientes abiertos en 1995	-	1
• expedientes abiertos en 1996	-	2
• expedientes abiertos en 1997	-	3
• expedientes abiertos en 1998	12	-
Infracciones leves	3	1
• expedientes abiertos en 1996	-	1
• expedientes abiertos en 1997	-	-
• expedientes abiertos en 1998	3	-

Cuadro 8.3
TIPOSE INFRACCIONES EN EXPEDIENTES

	Abiertos		Cerrados	
	1998	1997	1998	1997
Infracciones muy graves:	29	18	24	25
I. Manipulación de precios	-	5	3	2
II. No declaración de participaciones significativas	1	-	-	6
III. Realización de actividades no permitidas	7	4	6	5
IV. Simulación de transferencias	1	-	-	5
V. Información privilegiada	8	6	9	1
VI. Incumplimiento de coeficientes	1	-	-	1
VII. Ocultación de hechos relevantes	-	1	1	1
VIII. Incumplimiento Ley Soc. Anónimas	2	2	2	2
IX. Incumplimiento normativa general del mercado de valores	1	-	-	1
X. Incumplimiento normativa general de las IIC	2	-	2	1
XI. Irregularidades contables	2	-	-	-
XII. Obstrucción a la actuación inspectora	1	-	-	-
XIII. Emisiones no registradas	1	-	-	-
XIV. Incumplimiento requisitos de autorización	2	-	1	-
Infracciones graves:	22	3	6	8
I. Murallas chinas	3	1	1	1
II. Irregularidades contables	2	-	-	1
III. Violación prioridad intereses del cliente	6	-	3	2
IV. Incumplimiento normativa órdenes y registro de operaciones	1	1	1	1
V. Información reservada	-	1	-	1
VI. Realización de actividades no permitidas	-	-	-	2
VII. Incumplimiento de coeficientes	2	-	-	-
VIII. Incumplimiento normativa general del mercado de valores	6	-	1	-
IX. Manipulación de precios	1	-	-	-
X. Incumplimiento de normas de conducta	1	-	-	-
Infracciones leves:	3	1	3	-
I. Incumplimiento normas de conducta	3	1	3	-

Cuadro 8.4
SANCIONES IMPUESTAS

	1998			1997		
	Número	Importe*	Período	Número	Importe*	Período
I. Multas	50	1.400.533.260	-	37	1.195.834.954	-
II. Inhabilitación de administradores	-	-	-	6	-	30 años
III. Limitación de actividades	-	-	-	1	-	1 año
IV. Amonestaciones	2	-	-	2	-	-
V. Revocaciones de autorización	-	-	-	2	-	-

*En pesetas.

Intermediarios no registrados

Como viene haciendo desde su creación, la CNMV dedicó en 1998 una parte considerable de su esfuerzo a la detección de actividades de intermediación realizadas por entidades no registradas y a la persecución de sus responsables. El número de entidades investigadas durante el año por una presunta captación de ahorro público sin la debida habilitación ascendió a 35, en gran parte ya desaparecidas. La CNMV formuló cargos contra cinco de ellas e impuso sanciones muy importantes a tres. Como es habitual, en muchos de los casos investigados se apreció una posible comisión de hechos delictivos que fueron puestos en conocimiento de la policía y de la autoridad judicial.

La CNMV ya ha señalado en repetidas ocasiones que el cuidado y la diligencia de los inversores constituye el principal antídoto contra los graves perjuicios que pueden derivarse de la actuación de estos intermediarios, generalmente poco escrupulosos - véase, por ejemplo, el “Decálogo del Inversor” que la CNMV difunde a través de su web. Ello no obsta para que procure reforzar permanentemente su capacidad para detectarlos y perseguirlos. Un paso muy importante en esta dirección es el que se ha dado recientemente con la promulgación de la Ley de reforma de la LMV, que faculta al organismo supervisor para la adopción de medidas relevantes en la represión de estas actividades.

La citada Ley, que entró en vigor el pasado 18 de noviembre, refrenda la existencia de un marco de actuación reservado a las empresas de inversión en relación con los servicios de inversión y con actividades complementarias relativas a los instrumentos financieros. Para salvaguardar esta reserva de actividades, la LMV reformada asigna a la CNMV amplias facultades de actuación. Así, el artículo 64.6 dispone que ninguna persona o entidad podrá desarrollar habitualmente servicios de inversión o actividades complementarias, sin haber obtenido la preceptiva autorización y hallarse inscrita en los correspondientes registros administrativos. El párrafo 7 del mismo artículo establece que, sin perjuicio de las responsabilidades que puedan ser exigibles, incluso de orden penal, la CNMV podrá adoptar todas las medidas que estime oportunas para que cesen las conductas infractoras a la prohibición citada, en especial las siguientes:

- a) Efectuar requerimientos reiterados, con imposición de multas coercitivas de hasta dos millones de pesetas al infractor y, en su caso, también a los administradores de la entidad.
- b) Acordar la incautación de los libros, archivos, registros contables y, en general, de todos los documentos, cualquiera que fuera su soporte, relacionados con su actividad, incluidos los programas informáticos y archivos magnéticos, ópticos o de cualquier otra clase.
- c) Acordar el cierre del establecimiento del infractor.
- d) Advertir al público de la existencia de estas conductas y, en su caso, de las medidas adoptadas para su cese.

A pesar del escaso tiempo transcurrido desde que las nuevas disposiciones entraron en vigor, la CNMV ya hizo uso de ellas en el último mes del año 1998 para requerir el cese en la actividad de una entidad - Diagonal Divisas, S.A. -, con imposición de multas coercitivas. La CNMV tiene la intención de advertir al público de la existencia de este tipo de hechos a través de diversos medios, entre ellos su propia página web. Diagonal Divisas ha sido el primer caso en el que se ha utilizado este sistema de advertencias.

Caso AVA/SOCIMER

El hecho más significativo que se ha producido en el año 1998 en el ámbito de la supervisión ha sido la crisis de la agencia de valores AVA, Asesores de Valores S.A. Por su impacto social, este caso tuvo una repercusión relevante en los medios de comunicación. La crisis desembocó en la suspensión de pagos de la Agencia, un proceso penal en la Audiencia Nacional, la incoación de un expediente sancionador en la CNMV y, posteriormente, su exclusión de los registros de la CNMV.

La CNMV, en cumplimiento de su tarea de supervisión prudencial, requirió a la Agencia para que, en un plazo que finalizaba el 10 de febrero de 1998, informara adecuadamente a sus clientes de los riesgos que comportaba la gestión de determinados valores que, en virtud de un contrato de gestión de carteras discrecional, se habían adquirido a través de Socimer International Bank Limited, entidad financiera radicada en Bahamas propiedad de la sociedad española Transáfrica, S.A. El incumplimiento por AVA de los requerimientos realizados por la CNMV coincidió con el estallido de la crisis del grupo Socimer.

Ante los reiterados incumplimientos de AVA y la probabilidad de que se materializase el riesgo de sus clientes, el Consejo de la CNMV se reunió el 18 de febrero en convocatoria urgente y tomó los siguientes acuerdos:

1. Adopción de medidas cautelares: entre ellas prohibición a AVA para operar con valores no nacionales para clientes con contrato de gestión de carteras y obligación de abstenerse de captar nuevos clientes o realizar nuevas operaciones con ese tipo de productos.
2. Requerimiento a AVA para que se abstuviera de realizar operaciones que alteraran los derechos de los clientes o favorecieran indebidamente a unos respecto a otros.
3. Inicio del proceso de intervención de AVA, con la apertura del trámite de audiencia previa.
4. Apertura de expedientes sancionadores a AVA, a Socimer y a sus Consejos de Administración.
5. Remisión al Fiscal General del Estado de toda la información disponible, por si de los hechos detectados por la CNMV pudieran derivarse otras responsabilidades.

Para garantizar el cumplimiento de las decisiones que afectaban a AVA se destacó en la sede de la Agencia en Zaragoza a un equipo de inspectores de la CNMV. A raíz de la puesta en marcha del proceso de intervención administrativa de AVA por parte de la CNMV, la Agencia optó por la intervención judicial y el 25 de febrero presentó la suspensión de pagos, lo que paralizó el procedimiento de intervención iniciado por la Comisión. Tras la presentación por AVA de la suspensión de pagos, e iniciada la instrucción de un proceso penal por la Audiencia Nacional, la actuación de la CNMV ha consistido en la permanente colaboración con la Justicia. A tal efecto, técnicos de la CNMV han actuado como peritos a instancias del juez instructor. Asimismo la CNMV requirió a AVA para que adoptara todas las medidas necesarias para la defensa de los inversores afectados y de sus propios intereses en el proceso concursal en que se encuentra Socimer.

Varios clientes de AVA solicitaron la apertura de un expediente de reclamación de responsabilidad patrimonial contra la CNMV por su actuación supervisora en relación con este caso. El Consejo de Estado ha informado negativamente esta solicitud y el Ministro de Economía la ha denegado.

Sentencias de los tribunales en la resolución de recursos contra sanciones

Los tribunales de justicia resolvieron, durante 1998, diversos recursos contencioso-administrativos relativos a sanciones impuestas por la CNMV o por el Ministerio de Economía y Hacienda - véase la relación incluida en el cuadro 8.6. Por su interés, se comentan a continuación algunas de ellas⁽³²⁾.

Posición de garante de los administradores

Con relación a la responsabilidad de los administradores y la posición de garante que desempeñan en la actividad societaria, es de destacar la sentencia de la Audiencia Nacional de 22 de enero de 1998 (R. 621/94) en la que, ante las alegaciones de los miembros del Consejo de Administración de la entidad sancionada, consistentes en fundar su exoneración de responsabilidad en el hecho de que no se reunieran durante el plazo de un año, la Sala considera la existencia de una falta de diligencia y menosprecio del cargo por el hecho de que el Consejo de Administración no se hubiera reunido en ese plazo. Es decir, este hecho no sólo no les exime de responsabilidad, sino que es considerado como una manifestación de actitud negligente en el cumplimiento del cargo, desidia calificable de especial gravedad cuando se trata de los integrantes del Consejo de Administración de una Sociedad Gestora de Inversión Colectiva, pues la falta de diligencia en el cumplimiento de las funciones no sólo puede ocasionar perjuicios para la entidad de la que son administradores, sino también quienes hayan confiado su patrimonio a dicha Entidad Gestora, según se deduce inequívocamente del artículo 29 de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva y del 58 de su Reglamento.

Incide también en este asunto la sentencia de la Audiencia Nacional de 9 de marzo de 1998 (R. 656/98), en la que se resume de forma precisa la doctrina jurisprudencial en materia de responsabilidad de los administradores. Comienza la ejecutoria proclamando la aplicabilidad de los principios constitucionales del derecho administrativo sancionador, lo que excluye la responsabilidad objetiva, pero añade, como principio general, que “tanto en el ámbito penal como en el administrativo sancionador, es posible la exigencia de responsabilidad por la inactividad del sujeto, cuando el ordenamiento jurídico le impone una actuación positiva y especialmente, cuando lo sitúa en posición de garante; si bien, en todo caso, también esta conducta omisiva requiere la concurrencia del elemento intencional o negligente”. Aludiendo al deber de diligencia que a los administradores impone el artículo 127 de la LSA, la sentencia concluye que “es fácil comprender que los administradores, quienes tienen la obligación de adoptar las medidas necesarias para asegurar una ordenada gestión societaria y los medios jurídicos para realizar su función, son responsables por el resultado de tal gestión, salvo que resulte acreditado que emplearon todos los instrumentos jurídicos a su alcance para conocer y corregir la situación prohibida por la Ley o que la desconocían por causa no imputable a ellos”. De acuerdo con esto, la sentencia termina por afirmar que “cuando una sociedad incurre en la conducta prohibida, el administrador, para eludir su responsabilidad, habrá de, al menos, alegar, aportando hechos concretos, que efectivamente actuó tratando de esclarecer y resolver la actuación prohibida, o bien que no lo hizo por concurrencia de fuerza mayor o caso fortuito”.

La posición de garante de los administradores viene recogida, asimismo, en la sentencia de la Audiencia Nacional de 23 de abril de 1998 (R. 6/884/95), en la que, para el caso de los administradores de sociedades y agencias de valores, afirma que no puede aceptarse que un integrante del consejo de administración, con la obligación de honorabilidad personal y profesional que le impone el Real Decreto 1393/90, así como con los conocimientos adecuados a la actividad a desarrollar por una entidades, pueda ser ajeno a unas operaciones de notable importancia para la sociedad .

(32) En la página web de la CNMV está disponible una consulta sobre sentencias de los tribunales relativas a recursos contencioso-administrativos.

Amplía este criterio la sentencia de la Audiencia Nacional de 14 de mayo de 1998 (R. 1117/95) al establecer que “esta especial situación en la que sitúan los artículos 127 y 133 de la LSA a los Administradores es la que les hace incurrir en una doble responsabilidad: intra societaria (frente a los socios, sociedad y acreedores), y extra societaria, contemplada en el artículo 89 de la LSA (que se refiere a la responsabilidad de los administradores por las infracciones en materia de auto-cartera). Se dice en la sentencia indicada que “desde los principios expuestos, es fácil comprender, que los administradores, quienes tienen la obligación de adoptar las medidas necesarias para asegurar una ordenada gestión societaria y los medios jurídicos para realizar su función, son responsables por el resultado de tal gestión, salvo que resulte acreditado que emplearon todos los instrumentos jurídicos a su alcance para conocer y corregir la situación prohibida por la Ley. No quiere ello decir que nos encontremos ante una responsabilidad objetiva en el seno del Derecho Administrativo Sancionador, sino que la imputación que se realiza a los administradores lo es, al menos, a título de culpa, ya que al no desplegar la diligencia necesaria y exigible en el ejercicio de sus funciones, causaron, ya sea en concurrencia con actuaciones positivas de otros, la comisión de la infracción sancionada por la Ley. Obviamente, los elementos de acción u omisión y culpa o intencionalidad, habrán de valorarse en la graduación de la sanción, pero todos ellos integran la infracción administrativa”.

Estimación parcial del recurso por reducción de la cuantía de la sanción

Dos sentencias reducen la cuantía de la sanción impuesta al entender que las directrices jurisprudenciales del Tribunal Constitucional y del Tribunal Supremo consideran que los principios inspiradores del derecho penal son aplicables, con matices, al derecho administrativo sancionador. Así, en el supuesto enjuiciado por la sentencia de la Audiencia Nacional de 1 de abril de 1998 (R. 605/94), siguiendo las técnicas del derecho penal, se rebaja la sanción impuesta a una persona física por una infracción del artículo 99 o) de la LMV (adquisición de acciones de una sociedad cotizada en posesión de información privilegiada), por entender la Sala que debe considerarse como atenuante la rectificación voluntaria, por el reclamante, del intento de ocultación de las operaciones.

A su vez, la Sentencia de la Audiencia Nacional de 24 de septiembre de 1998 (R. 6/992/95) estima en parte el recurso interpuesto por una SIM y los miembros de su Consejo de Administración en cuanto que, aun admitiendo que la operativa de inversiones desarrolladas es subsumible en el tipo previsto en el artículo 32.4.b) de la Ley 46/84, que tipifica como infracción muy grave la inversión en cualesquiera activos distintos de los autorizados legalmente, que pongan en gravísimo peligro o lesionen los intereses de los accionistas, partícipes y terceros o desvirtúen el objeto de las instituciones, considera que el desvalor que ha experimentado la acción como consecuencia de las conductas sancionadas es menor, por lo que no comparte la extensión de la sanción que aplica la Administración y entiende que la misma debe corregirse, reduciéndola en su cuantía, en aplicación del principio de proporcionalidad.

Rebaja de la tipificación de la infracción

La sentencia del Tribunal Superior de Justicia de Madrid de 13 de mayo de 1998 (R. 281/96) rebaja la tipificación de una infracción grave a infracción leve. La Sala rechaza la interpretación que hace la Administración del artículo 32.3 j) de la LIIC, según la cual basta con la realización de la conducta descrita en el tipo para calificar de grave la infracción. Por el contrario, la sentencia entiende que, para poder calificar la conducta como grave, será preciso que la Administración demuestre que, además, se han producido los efectos previstos en la norma: que el incumplimiento de la obligación de vigilancia ha puesto en peligro, cierto y grave, los intereses de los accionistas, partícipes o terceros. Al haber omitido la Administración tal justificación, se estima el criterio de la actora y se rebaja la tipificación de la infracción.

RESOLUCION DE EXPEDIENTES SANCIONADORES EN 1998

Referencia	Resoluciones
(1/98)	<u>Orden Ministerial de 14 de enero de 1998.</u> Resuelve sobre el presunto suministro a la CNMV, por parte de una sociedad emisora, de datos inexactos o no veraces (art. 99 ñ) de la LMV). Impone multas por importe de 210 millones de pesetas.
(2/98)	<u>Orden Ministerial de 11 de marzo de 1998</u> Resuelve acerca de la presunta realización, por una sociedad emisora, de prácticas dirigidas a falsear la libre formación de los precios de sus acciones en el mercado de valores (art. 99 i) de la LMV). Se impone una multa de 20 millones de pesetas.
(3/98)	<u>Orden Ministerial de 27 de julio de 1998</u> Resuelve acerca de la presunta realización habitual por una sociedad, sin estar habilitada, de la actividad consistente en la recepción y transmisión de órdenes de inversores (art. 99 q) LMV). Se imponen multas por importe de 266.440.000 pesetas.
(4/98)	<u>Orden Ministerial de 27 de julio de 1998</u> Resuelve acerca de la presunta realización habitual por dos sociedades, sin estar habilitadas, de las actividades consistentes, de un lado, en la recepción y transmisión de órdenes de inversores, y de otro, en la gestión de carteras de valores de terceros (art. 99 q) LMV). Se imponen multas por importe de 142.498.510 pesetas.
(5/98)	<u>Resolución del Consejo de la CNMV de 7 de octubre de 1998</u> Resuelve acerca de la presunta utilización, en la realización de operaciones sobre valores por una persona física, de información privilegiada (art. 99 o) de la LMV). Declara la no existencia de la infracción imputada.
(6/98)	<u>Resolución del Consejo de la CNMV de 7 de octubre de 1998</u> Resuelve acerca de la presunta utilización, en la realización de operaciones sobre valores por una persona física, de información privilegiada (art. 99 o) de la LMV). Declara la no existencia de la infracción imputada.
(7/98)	<u>Resolución del Consejo de la CNMV de 7 de octubre de 1998</u> Resuelve acerca de la presunta utilización, en la realización de operaciones sobre valores por una persona física, de información privilegiada (art. 99 o) de la LMV). Declara la no existencia de la infracción imputada.
(8/98)	<u>Orden Ministerial de 14 de octubre de 1998</u> Resuelve acerca de la presunta realización, por una sociedad emisora, de prácticas dirigidas a falsear la libre formación de los precios de sus acciones en el mercado de valores (art. 99 i) de la LMV). Se imponen multas por importe de 200 millones de pesetas.
(9/98)	<u>Orden Ministerial de 14 de octubre de 1998</u> Resuelve acerca de la presunta realización, por una sociedad emisora, de prácticas dirigidas a falsear la libre formación de los precios de sus acciones en el mercado de valores (art. 99 i) de la LMV). Se imponen multas por importe de 497.444.750 pesetas.
(10/98)	<u>Resolución del Consejo de la CNMV de 4 de noviembre de 1998</u> Resuelve acerca del presunto incumplimiento por una persona física de lo establecido en el art. 81.1 de la LMV, actuación tipificada como infracción grave del art. 100 r) del mismo texto legal. Se le impone una multa de 2 millones de pesetas y una sanción de amonestación pública.
(11/98)	<u>Resolución del Consejo de la CNMV de 4 de noviembre de 1998</u> Resuelve acerca del presunto incumplimiento por una persona física de lo establecido en el art. 81.1 de la LMV, actuación tipificada como infracción grave del art. 100 r) del mismo texto legal. Se le impone una multa de 2 millones de pesetas y una sanción de amonestación pública.
(12/98)	<u>Resolución del Consejo de la CNMV de 19 de noviembre de 1998</u> Resuelve acerca de la presunta comisión por una sociedad no cotizada de dos infracciones por el incumplimiento de sendos preceptos de la Ley de Sociedades Anónimas en materia de adquisición de acciones propias. Se imponen multas a los administradores de la sociedad por importe de 2.250.000 pesetas.
(13/98)	<u>Resolución del Consejo de la CNMV de 2 de diciembre de 1998</u> Resuelve acerca de la presunta realización por una sociedad gestora de carteras de once infracciones, dos de ellas muy graves por la realización de actividades no permitidas (99 q) LMV), seis infracciones graves (art. 100 de la LMV), de las cuales cuatro tipificadas la letra n) (tres por la violación del principio de prioridad de los intereses del cliente, y una por incumplimiento del artículo 83 de la LMV-murallas chinas), una en la letra m) (incumplimiento de normas en materia de información a los clientes), y otra en la letra c) (incumplimiento de normas en la llevanza del registro de operaciones), y tres infracciones leves del artículo 101 de la LMV, por incumplimiento, dos de ellas, de las normas de actuación, y la tercera por incumplimiento de la normativa sobre representantes. Se declara la inexistencia de las dos infracciones muy graves y se imponen multas por un importe global de 29.900.000 pesetas por las restantes infracciones.

RESOLUCION DE EXPEDIENTES SANCIONADORES EN 1998

Referencia	Resoluciones
(14/98)	<p><u>Orden Ministerial de 9 de diciembre de 1998</u> Resuelve acerca de la presunta utilización, en la realización de operaciones sobre valores por dos personas físicas, de información privilegiada (art. 99 o) de la LMV). Se imponen multas por importe de diez millones de pesetas.</p>
(15/98)	<p><u>Resolución del Consejo de la CNMV de 16 de diciembre de 1998</u> Resuelve acerca de la presunta comisión por una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva de cinco infracciones, cuatro de ellas graves por diversos incumplimientos de la normativa que regula las instituciones de inversión colectiva (art. 32. 3, letras c) y j) de la LIIC), en concreto, el incumplimiento de la función de gestión, el exceso de inversión sobre los coeficientes establecidos, el incumplimiento de normas contables y criterios de valoración y la violación del principio de prioridad de los intereses del cliente, así como una muy grave por el incumplimiento de las normas relativas a la emisión y reembolso de participaciones en los Fondos de inversión que gestiona (art. 32.4 g) LIIC). Se declara la inexistencia de la infracción muy grave y se imponen multas por importe global de 3 millones de pesetas por las restantes infracciones.</p>
(16/98)	<p><u>Resolución del Consejo de la CNMV de 16 de diciembre de 1998</u> Resuelve acerca de la presunta comisión por una agencia de valores de cuatro infracciones, tres de ellas graves por el incumplimiento de la normativa existente en materia de representantes (art. 100 g) de la LMV), incumplimiento de las normas vigentes sobre contabilización de operaciones y formulación de cuentas (art. 100 c) de la LMV), y violación del principio de prioridad de los intereses del cliente (art. 100 n) de la LMV), y una infracción muy grave por carecer de la organización y medios personales y materiales técnicamente adecuados para el desarrollo de su actividad. Se declara la inexistencia de la infracción muy grave y se imponen multas por importe global de 4.500.000 pesetas por las restantes infracciones.</p>
(17/98)	<p><u>Resolución del Consejo de la CNMV de 16 de diciembre de 1998</u> Resuelve sobre la presunta adquisición, por una sociedad gestora de carteras, de valores por cuenta propia, con carácter ocasional, fuera de los límites legalmente establecidos (art. 100 o) de la LMV). Se impone una multa por importe de 500.000 pesetas.</p>
(18/98)	<p><u>Orden Ministerial de 17 de diciembre de 1998</u> Resuelve acerca de la presunta utilización, en la realización de operaciones sobre valores por dos personas físicas, de información privilegiada (art. 99 o) de la LMV). Se imponen multas por importe de diez millones de pesetas.</p>

**RELACION DE SENTENCIAS RECAIDAS EN RECURSOS CONTENCIOSO-ADMINISTRATIVOS (R.C.A.) DURANTE 1998
CONTRA RESOLUCIONES EN MATERIA DE SANCIONES**

No.	Fecha	Tribunal	N.º de RCA	Acto recurrido
1	22/1/1998	Audiencia Nacional	621/94	Orden MEH de 20/12/1993
	Confirma las sanciones impuestas a cuatro miembros del consejo de administración de una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva, consistentes en amonestación pública y en multas de dos millones de pesetas a cada uno, por una infracción muy grave tipificada en el artículo 32.4.b) en relación con el artículo 25, ambos de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva (adquisición por un FIAMM de activos distintos de los autorizados legalmente).			
2	26/1/1998	Audiencia Nacional	266/94	Orden MEH de 16/3/1994
	Confirma la sanción impuesta a una sociedad anónima, consistente en multa de cuatrocientos millones de pesetas, por una infracción muy grave del artículo 99 p) de la Ley del Mercado de Valores (no comunicación de las participaciones significativas en una sociedad cotizada adquiridas a través de una tercera sociedad de la que poseía el 99,9% de su capital social).			
3	9/2/98	Audiencia Nacional	606/94	Orden MEH de 6/5/94
	Confirma la sanción impuesta al Director General de una Sociedad Instrumental de Agentes de Cambio y Bolsa consistente en multa de cinco millones de pesetas, por la comisión muy grave del artículo 99 t) de la Ley del Mercado de Valores (negativa o resistencia a la actuación inspectora de la CNMV por parte de las personas físicas y jurídicas a las que se refiere el artículo 84 de la Ley, siempre que medie requerimiento expreso y por escrito al respecto).			
4	14/2/98	Audiencia Nacional	6/61/95	Ordenes del MEH de 12/12/94
	Confirma las sanciones impuestas al Presidente del consejo de administración de una sociedad de valores consistentes en multas de cinco millones y un millón y medio de pesetas por la comisión de una infracción tipificada en el artículo 81 en relación con el artículo 89 de la L.S.A. (otorgamiento de asistencia financiera a terceros para la adquisición de acciones) y por una infracción muy grave del artículo 99 k) de la Ley del Mercado de Valores (reducción de los recursos propios de la entidad a nivel inferior al 80% del mínimo exigido, permaneciendo en esta situación durante más de seis meses consecutivos).			
5	16/2/1998	Audiencia Nacional	62/95	Orden MEH de 19/12/1994
	Confirma la sanción impuesta a un miembro del consejo de administración de una sociedad de valores, consistente en multa de un millón quinientas mil pesetas, por una infracción muy grave del artículo 99 k) de la Ley del Mercado de Valores (reducción de recursos propios por debajo del mínimo exigible).			
6	16/2/1998	Audiencia Nacional	59/95	Orden MEH de 12/12/1994
	Confirma la sanción impuesta a un miembro del consejo de administración de una sociedad de valores, consistente en multa de un millón doscientas mil pesetas, por cuatro infracciones muy graves del artículo 99 p) de la Ley del Mercado de Valores (no comunicación de participaciones significativas en la sociedad de valores).			
7	16/2/1998	Audiencia Nacional	58/95	Orden MEH de 12/12/1994
	Confirma la sanción impuesta a un miembro del consejo de administración de una sociedad de valores, consistente en multa de tres millones de pesetas, por una infracción muy grave del artículo 89 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre (asistencia financiera para la adquisición de acciones propias).			
8	9/3/1998	Audiencia Nacional	656/96	Orden MEH de 19/7/1996
	Confirma las sanciones impuestas a un miembro del consejo de administración de una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva, consistentes en la suspensión definitiva de condición de administrador por una infracción muy grave del artículo 32.4.a) de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva (irregularidades en la contabilidad) y en multa de diez millones de pesetas por otra infracción muy grave del artículo 32.4.a) de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva (falsedad u omisión en la información).			

Cuadro 8.6 (Cont.)

RELACION DE SENTENCIAS RECAIDAS EN RECURSOS CONTENCIOSO-ADMINISTRATIVOS (R.C.A.) DURANTE 1998
CONTRA RESOLUCIONES EN MATERIA DE SANCIONES

No.	Fecha	Tribunal	N.º de RCA	Acto recurrido
9	9/3/1998	T.S.J. de Madrid	1448/93	Resolución Consejo CNMV de 3/2/1993 Confirma la sanción impuesta al presidente del consejo de administración de una sociedad de valores, consistente en multa de dos millones de pesetas, por una infracción grave del artículo 100 n) de la Ley del Mercado de Valores (infracción del principio de prioridad de interés del cliente).
10	12/3/1998	Audiencia Nacional	914/94	Orden MEH de 14/3/1994 Confirma la sanción impuesta a una sociedad anónima, consistente en multa de un veinticuatro millones cuatrocientas once mil seiscientos treinta y cinco pesetas, por una infracción muy grave del artículo 99 i) de la Ley del Mercado de Valores (realización de prácticas dirigidas a falsear la libre formación de los precios de una sociedad cotizada).
11	23/3/1998	Audiencia Nacional	596/94	Orden MEH de 7/2/1994 Confirma la sanción impuesta a una sociedad limitada, consistente en multa de un ciento veintiocho millones quinientas dieciséis mil setecientos cuarenta y cuatro pesetas, por una infracción muy grave del artículo 99 q) de la Ley del Mercado de Valores (realización de actividades de gestión de carteras de terceros sin autorización).
12	1/4/1998	Audiencia Nacional	605/94	Orden MEH de 6/5/1994 Rebaja la sanción impuesta a una persona física, consistente en multa de veinte millones de pesetas, por una infracción muy grave del artículo 99 o) de la Ley del Mercado de Valores (adquisición de acciones de una sociedad cotizada en posesión de información privilegiada) a la cifra de doce millones de pesetas.
13	14/4/1998	T.S.J. de Madrid	808/96	Resolución Consejo CNMV de 6/9/1995 Confirma las sanciones impuestas a un miembro del consejo de administración de una sociedad de valores, consistentes en dos multas de dos millones de pesetas, por dos infracciones graves del artículo 100 g) de la Ley del Mercado de Valores (incumplimiento del coeficiente de liquidez y superación del límite de concentración de riesgos).
15	16/4/1998	Audiencia Nacional	877/95	Orden MEH de 25/7/1995 Confirma la sanción impuesta a una sociedad de inversión mobiliaria, consistente en multa de veinticinco millones de pesetas, por una infracción del artículo 32.4.f) de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, en relación con el artículo 89 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre (adquisición de acciones propias superando el límite legalmente establecido).
16	23/4/1998	Audiencia Nacional	884/95	Orden MEH de 25/7/1995 Confirma la sanción impuesta al secretario del consejo de administración de una sociedad gestora de carteras, consistente en cuatro multas por un importe total de tres millones quinientas mil pesetas, por cuatro infracciones muy graves del artículo 99 q) de la Ley del Mercado de Valores (realización de actividades para las cuales no estaba habilitada).
17	30/4/1998	Audiencia Nacional	997/95	Orden MEH de 25/9/1995 Confirma las sanciones impuestas a una persona física y a cuatro sociedades limitadas, consistentes en multas de un millón doscientas cincuenta mil pesetas y de 25.000 pesetas, respectivamente, por sendas infracciones muy graves del artículo 99 p) de la Ley del Mercado de Valores (no comunicación de participaciones significativas en una sociedad de inversión mobiliaria).
18	30/4/1998	Audiencia Nacional	991/95	Orden MEH de 25/9/1995 Confirma las sanciones impuestas a dos personas físicas, una sociedad anónima y una sociedad limitada, consistentes en multas de un millón doscientas cincuenta mil pesetas a las personas físicas y de 5.000 pesetas a las jurídicas, por sendas infracciones muy graves del artículo 99 p) de la Ley del Mercado de Valores (no comunicación de participaciones significativas en una sociedad de inversión mobiliaria).
19	13/5/1998	T.S.J. de Madrid	281/96	Orden MEH de 24/11/1995 Rebaja la tipificación de una infracción muy grave de los artículos 32.3.j) y 32.5 de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva, a infracción grave de los artículos 32.2.f) y 32.5.a) del mismo texto legal, y rebaja la sanción de multa por importe de dos millones quinientas mil pesetas a multa de cien mil pesetas, impuesta a una sociedad depositaria de instituciones de inversión colectiva (incumplimiento de su función supervisora de las operaciones realizadas por la sociedad gestora y no comunicación formal a la CNMV de las incorrecciones detectadas).

**RELACION DE SENTENCIAS RECAIDAS EN RECURSOS CONTENCIOSO-ADMINISTRATIVOS (R.C.A.) DURANTE 1998
CONTRA RESOLUCIONES EN MATERIA DE SANCIONES**

No.	Fecha	Tribunal	N.º de RCA	Acto recurrido
20	11/5/98	Audiencia Nacional	156/95	Resolución del MEH de 12/12/94 Confirma la sanción impuesta al recurrente , consistente en multa de 300.000 pesetas, por una infracción muy grave del artículo 99 p) de la Ley del Mercado de Valores (inobservancia del deber de información previsto en el artículo 53 de la LMV o la información con una demora, respecto del plazo establecido, igual o superior a éste último).
21	14/5/1998	Audiencia Nacional	1117/95	Orden MEH de 25/9/1995 Confirma las sanciones impuestas a una sociedad de valores y a su presidente y consejero delegado, consistentes en multas de veintiséis millones quinientas mil pesetas y de dos millones de pesetas, respectivamente, por una infracción muy graves del artículo 99 e) de la Ley del Mercado de Valores (llevanza de la contabilidad y los registros legalmente exigidos con vicios o irregularidades esenciales que impedían conocer la situación financiera y patrimonial de la entidad).
22	1/6/1998	Audiencia Nacional	32/95	Orden MEH de 31/10/1994 Anula la sanción impuesta a una entidad extranjera, consistente en multa de setenta millones setenta y cinco mil ochocientos treinta y una pesetas, por una infracción muy grave del artículo 99 q) de la Ley del Mercado de Valores (realización de actividades para las cuales no estaba habilitada).
23	8/6/98	Audiencia Nacional	119/95	Resoluciones del MEH de 12/12/94 Confirma las sanciones impuestas a un miembro del consejo de administración de una sociedad de valores, consistentes en multa de cinco millones de pesetas por la comisión de una infracción tipificada en el artículo 81 en relación con el artículo 89 de la L.S.A. (asistencia financiera para la adquisición de acciones propias), y de 1.500.000 pesetas por la comisión de una infracción muy grave del artículo 99 k) de la Ley del Mercado de Valores (la reducción de los recursos propios de las Sociedades y Agencias de Valores y de sus grupos a nivel inferior al 80% del mínimo exigible, permaneciendo en esta situación durante seis mese, al menos, consecutivos).
24	12/6/1998	Audiencia Nacional	178/95	Orden MEH de 28/12/1994 Confirma las sanciones impuestas a una persona física, consistente en dos multas por importe de tres millones de pesetas cada una y en multa por importe de un millón de pesetas, por dos infracciones del artículo 99 p) (no comunicación de participaciones significativas) y una del 99 r) (adquisición de participación significativa en una sociedad cotizada sin haber promovido OPA), ambos de la Ley del Mercado de Valores; y confirma las sanciones impuestas a dos sociedades anónimas consistentes en dos multas por importe de diez millones y de quinientas mil pesetas, respectivamente, por sendas infracciones del artículo 99 r) de la Ley del Mercado de Valores (elusión de OPA).
25	3/7/98	Audiencia Nacional	389/95	Resolución del MEH de 21/4/98 Estima parcialmente el recurso interpuesto por una sociedad de valores y bolsa , en cuanto que anula la sanción consistente en multa de cuatro millones de pesetas por la comisión de una infracción muy grave del artículo 99 l) de la Ley del Mercado de Valores (inobservancia por las Sociedades y Agencias de Valores de lo previsto en los artículos 66, 69, 71, 72 y 75), y confirma la sanción de cuatro millones de pesetas por comisión de una infracción muy grave del artículo 99 e) de la Ley del Mercado de Valores (irregularidades contables).
26	9/7/98	Audiencia Nacional	386/95	Orden del MEH de 21/4/95 Estima parcialmente el recurso interpuesto en cuanto a que anula la sanción impuesta a los recurrentes, miembros del consejo de administración de una sociedad de valores y bolsa, consistente en multa de 625.000 pesetas por infracción del artículo 99 l) de la Ley del Mercado de Valores (carencia de organización y medios personales y materiales adecuados), y confirma la sanción de multa por importe de 625.00 pesetas por infracción del artículo 99 e) de la Ley del Mercado de Valores (irregularidades contables sustanciales).
27	9/7/98	Audiencia Nacional	388/95	Resolución del MEH de 21/4/95 Estima parcialmente el recurso interpuesto en cuanto a que anula la sanción impuesta al recurrente, Presidente del consejo de administración de una sociedad de valores y bolsa, consistente en multa de 1.250.000 pesetas por infracción del artículo 99 l) de la Ley del Mercado de Valores (carencia de organización y medios personales y materiales adecuados), y confirma la sanción de multa por importe de 1.250.000 pesetas por infracción del artículo 99 e) de la Ley del Mercado de Valores (irregularidades contables sustanciales).

**RELACION DE SENTENCIAS RECAIDAS EN RECURSOS CONTENCIOSO-ADMINISTRATIVOS (R.C.A.) DURANTE 1998
CONTRA RESOLUCIONES EN MATERIA DE SANCIONES**

No.	Fecha	Tribunal	N.º de RCA	Acto recurrido
28	10/7/1998	Audiencia Nacional	140/97	Orden MEH de 19/7/1996
	Confirma las sanciones impuestas a un miembro del consejo de administración de una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva, consistentes en la suspensión definitiva de condición de administrador por una infracción muy grave del artículo 32.4.a) de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva (irregularidades en la contabilidad) y en multa de diez millones de pesetas por otra infracción muy grave del artículo 32.4.a) de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva (falsedad u omisión en la información).			
29	10/9/98	Audiencia Nacional	1086/95	Orden del MEH de 25/9/95
	Estima el recurso interpuesto por el consejero - delegado de una sociedad de valores contra la citada Orden Ministerial que le impuso una multa de 5 millones de pesetas por la comisión de una infracción muy grave del artículo 99 e) de la Ley del Mercado de Valores (... el carecer de la contabilidad y registros legalmente exigidos o llevados con vicios o irregularidades esenciales que impidan conocer la situación patrimonial y financiera de la entidad, o no contabilizar las operaciones que realicen o en que medien), al considerar la Sala que la Administración ha infringido el artículo 24 de la CE por la indebida denegación de prueba y por infracción del derecho a la presunción de inocencia.			
30	11/9/98	Audiencia Nacional	895/95	Resolución del MEH de 25/7/95
	Confirma las sanciones impuestas a un consejero de una sociedad gestora de carteras, consistente en multas de 400.000 pesetas por la comisión de tres infracciones muy graves del artículo 99 q) de la Ley del Mercado de Valores (en relación con los artículos 71, y 76 d)); y multa de 1.100.000 pesetas por la comisión de otra infracción muy grave del citado artículo 99 q) (realización de actividades no permitidas de inversión por cuenta propia en pagarés).			
31	24/9/98	Audiencia Nacional	992/95	Orden del MEH de 25/9/95
	Estima en parte el recurso interpuesto por una SIM y los miembros de su consejo de administración contra la citada Orden Ministerial en cuanto que reduce la extensión de la sanción impuesta por infracción del artículo 32.4.b) de la Ley 46/84, de Instituciones de Inversión Colectiva (omisión o falsedad en la contabilidad), reduciéndola en su cuantía.			
32	1/10/98	Audiencia Nacional	521/96	Resolución del MEH de 29/4/96
	Desestima el recurso interpuesto por una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva, en cuanto que confirma la sanción consistente en multa de 10.000.000 pesetas por infracción del artículo 32.4.g) de la Ley 46/84, de Instituciones de Inversión Colectiva (infracción del procedimiento de emisión y reembolso de las participaciones de un FIM).			
33	7/10/1998	T.S.J. de Madrid	1316/96	Resolución Consejo CNMV de 18/4/1996
	Confirma la sanción impuesta al consejero delegado de una sociedad anónima deportiva, consistente en multa de cinco millones de pesetas, por una infracción del artículo 89, en relación con el 74.1, ambos del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre (suscripción de acciones propias).			
34	22/10/98	Audiencia Nacional	237/96	Orden del MEH de 15/2/96
	Confirma la sanción impuesta al representante de una agencia de valores, consistente en multa de cinco millones de pesetas, por una infracción del artículo 99 letra t) la Ley del Mercado de Valores (negativa o resistencia a la actuación inspectora de la CNMV como consecuencia de la falta de remisión de la documentación requerida por aquella en el ejercicio de su actividad inspectora).			

9

ORDENACIÓN DE LOS MERCADOS

La CNMV, además de sus funciones más características de supervisión e inspección, desempeña tareas de otra naturaleza que resultan de gran importancia para la buena marcha de los mercados de valores. En este sentido, un sector importante de actividad de la CNMV está relacionado con la ordenación de los mercados.

La actividad de la CNMV encaminada a mejorar la ordenación de los mercados se fundamenta en tres pilares: el ejercicio de las funciones de asesoramiento al Gobierno en materias relacionadas con el mercado de valores, el ejercicio de su potestad normativa, que se plasma en la facultad de dictar Circulares y la actividad de naturaleza ejecutiva, que requiere una labor continua de interpretación de la normativa existente y de fijación de criterios de actuación. Con estos instrumentos, la Comisión desarrolla una intensa actividad orientada a conseguir unos mercados más eficientes y transparentes, con un elevado nivel de protección al inversor.

Por su actividad diaria en contacto permanente con los inversores, emisores y operadores del mercado, la CNMV se encuentra en una situación idónea para detectar las disposiciones que ya no responden a las necesidades y a las expectativas del mercado y para asesorar al legislador, tanto sobre la forma en que debe modificarse la normativa existente como sobre la forma en que debe abordarse la regulación de nuevos sectores. Además, por su estrecha relación con otros supervisores en el marco de diversos foros internacionales, dispone de información de primera mano respecto de las experiencias de otros mercados y de las actuaciones que en esta materia se desarrollan en otros Estados.

En 1998 se han producido importantes cambios normativos impuestos por la necesidad de trasponer al Derecho español la Directiva de Servicios de Inversión. La CNMV ha seguido muy de cerca los procesos de elaboración de las normas que, de una u otra forma, pudiesen tener consecuencias para los mercados de valores. Fruto de ello ha sido la introducción de disposiciones de naturaleza y características muy diversas, todas ellas con el objetivo de favorecer la eficiencia y transparencia demandadas por los inversores y, con ellas, la capacidad de nuestros mercados para competir en el concierto internacional.

Ley de Reforma de la Ley del Mercado de Valores

La aprobación de la Ley 37/1998 de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores⁽³³⁾ constituye un hito de gran importancia en el desarrollo de los mercados de valores españoles. La Ley de reforma introduce numerosas e importantes novedades que van más allá de lo que constituye propiamente la normativa sobre los mercados de valores, afectando a disposiciones tan variadas como la Ley de Sociedades Anónimas, la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva o la Ley Cambiaria y del Cheque.

La Ley de reforma se justifica principalmente por la necesidad de incorporar a nuestra normativa el contenido de la Directiva de Servicios de Inversión (DSI), así

(33) Los textos de la legislación que afecta a los mercados de valores se pueden encontrar en la página web de la CNMV.

como por la de adaptar determinados preceptos de la Ley del Mercado de Valores a la sentencia dictada por el Tribunal Constitucional el 16 de julio de 1997⁽³⁴⁾. Otras modificaciones responden al deseo de introducir mejoras de carácter técnico y de liberalizar determinados sectores de los mercados.

La CNMV ha realizado diversas propuestas en el proceso de elaboración de la Ley de Reforma. Fruto del trabajo desarrollado por la CNMV son algunos preceptos de la Ley, que intentan poner remedio a ciertas carencias importantes que hasta ahora presentaba la normativa sobre el mercado de valores. Estas reformas básicas, que los operadores del mercado venían reclamando de forma insistente, afectan, entre otras cuestiones, a la prenda de valores, al préstamo de valores, a la compensación de posiciones deudoras o “netting”, a las operaciones dobles y simultáneas y al derecho de separación del SCLV y de las Bolsas respecto de las garantías establecidas en su favor.

Así, la Disposición Adicional Sexta de la Ley contiene una nueva regulación de la prenda de valores admitidos a negociación en mercados secundarios y representados mediante anotaciones en cuenta, cuando ésta se constituya en garantía de obligaciones contraídas frente a algún mercado secundario o frente a sus sistemas de compensación y liquidación. El nuevo régimen permite la constitución de las prendas mediante documento privado o, incluso, mediante una simple declaración unilateral de voluntad, a la vez que establece un mecanismo de ejecución muy rápido y eficaz. De esta forma, la prenda de valores se convierte en el instrumento ágil y flexible que los mercados demandaban para la constitución de garantías. Este régimen se extiende también a las prendas en garantía de obligaciones contraídas frente al Banco de España en el ejercicio de sus operaciones de política monetaria.

En esta misma línea de mejorar el funcionamiento de los mercados mediante el perfeccionamiento del régimen de constitución de garantías se puede incluir, también, el derecho de separación que se concede al SCLV y al Banco de España en relación con las operaciones del mercado de deuda pública en anotaciones y a las sociedades rectoras de los mercados respecto de las garantías constituidas a su favor.

La Disposición Adicional Décima establece que en operaciones financieras relativas a instrumentos derivados que se realicen en el marco de un acuerdo de compensación contractual, en caso de que una de las partes del acuerdo se halle en situación concursal, sólo se incluirá como crédito o deuda de la masa el importe neto de las operaciones financieras amparadas en el acuerdo. El reconocimiento del “netting” influye en la reducción de exigencias de recursos propios y sitúa a nuestro ordenamiento en línea con los más avanzados en este campo.

En el artículo 36 de la LMV se ha regulado el préstamo de valores que se negocien en un mercado secundario. De esta forma se mejora la seguridad jurídica y la eficiencia del mercado y, además, se establece el marco regulador que permita disponer del correspondiente régimen tributario, esencial para el desarrollo de esta práctica. Asimismo, la Disposición Adicional Duodécima contempla la posibilidad de que las operaciones dobles y las operaciones con pacto de recompra sean reconocidas como operaciones de un mercado secundario.

Además de estas modificaciones, en cuya introducción ha jugado un papel importante la CNMV, la Ley de Reforma contiene otras novedades de gran importancia entre las que, sin ánimo de exhaustividad, pueden destacarse las siguientes:

(34) Para detalle sobre dicha sentencia véase el capítulo 10 de la Memoria 1997.

- Se extiende el ámbito de aplicación de la Ley a nuevos instrumentos financieros en los términos previstos por la Directiva de Servicios de Inversión.
- Se modifica la composición del Comité Consultivo de la CNMV para dar entrada a los representantes de los miembros de los mercados secundarios oficiales en general - no sólo a los de las bolsas de valores - y a los de las Comunidades Autónomas con competencia en materia de mercados de valores y que dispongan de un mercado secundario oficial. Además, se adaptan las competencias del Comité Consultivo a las nuevas previsiones del texto legal en materia de sujetos y de mercado.
- Se flexibiliza el régimen de requisitos exigibles en las emisiones de valores similares a otros ya negociados en un mercado secundario.
- La distribución de competencias entre el Estado y las Comunidades Autónomas atiende al criterio diferenciador entre mercados de ámbito estatal y autonómicos.
- Se introducen ciertas modificaciones en materia de admisión y exclusión de valores a la negociación.
- Otra modificación introducida a consecuencia de la DSI es una nueva clasificación de las operaciones. Se diferencia entre operaciones de mercado y las que no gozan de tal condición. A su vez, las primeras se dividen en ordinarias y extraordinarias, según estén o no sujetas a las reglas del mercado secundario oficial de que se trate.
- Se permite el acceso a la condición de miembros de los mercados secundarios oficiales tanto a las sociedades y agencias de valores y entidades de crédito españolas, como a las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito autorizadas en otros Estados miembros de la Unión Europea. No obstante, en el caso de las entidades de crédito la aplicación de este precepto no entrará en vigor hasta el 1 de enero del año 2000.
- Se regulan en sede legal los mercados de productos derivados, ya desarrollados en nuestro sistema financiero.
- Se amplía el concepto de oferta pública de venta de valores, de tal forma que comprenda no sólo a los valores no cotizados sino también a los que ya se negocian en un mercado secundario.
- El Título V regula las “empresas de servicios de inversión” contempladas en la DSI. La Ley predica la condición de empresa de servicios de inversión, en un sentido estricto, de las sociedades y agencias de valores, así como de las sociedades gestoras de cartera. Las entidades de crédito resultan equiparadas a las empresas de servicios de inversión en cuanto a su capacidad para operar en los mercados. Se prevé la posibilidad de crear entidades, así como la de facultar a otras personas o entidades para desarrollar alguna de las actividades de las empresas de servicios de inversión, con algunas limitaciones.
- Se regula en sede legal el régimen del “pasaporte comunitario” de las empresas de la Unión Europea y, viceversa, de nuestras empresas en el resto de Estados de la UE.
- El Título VI sienta las bases para la creación de uno o varios fondos de garantía de inversiones que indemnicen a los inversores cuando éstos, en casos de insolvencia o de situaciones concursales de las empresas de servicios de inversión, no puedan recuperar el efectivo o los valores confiados.

- Se amplían las competencias de la CNMV en el ámbito de la supervisión y se introducen nuevos tipos sancionadores.
- La Disposición Adicional Decimoquinta modifica determinados preceptos del texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, con el fin de facilitar la financiación empresarial a través de los mercados financieros. En esta línea, se regulan las acciones preferentes y, en particular, las acciones sin voto. Se tiene en cuenta la mayor transparencia de las sociedades cotizadas, de modo que el régimen aplicable es más flexible. Se incluye la posibilidad de emitir valores que representan un género intermedio entre la renta variable y la renta fija. Destaca, en este apartado, la novedosa regulación de las denominadas acciones rescatables. Se establece un plazo inferior - de quince días - para el ejercicio del derecho de suscripción preferente en sociedades cotizadas. Se flexibilizan los requisitos de exclusión del derecho de suscripción preferente, al objeto de potenciar las ampliaciones de capital como fuente de financiación empresarial. Asimismo, se pretende facilitar una entrada más rápida a negociación de las acciones emitidas con ocasión de una ampliación de capital en régimen de oferta pública.

Libro sobre una década de jurisprudencia del mercado de valores

Transcurridos diez años desde la promulgación de la LMV, los servicios jurídicos de la CNMV han recopilado, seleccionado y sistematizado la jurisprudencia recaída en estos últimos años en materia de mercado de valores. Se trata de más de 60 sentencias, la mayor parte del Tribunal Superior de Justicia de Madrid (dirigidas contra Resoluciones de la CNMV), de la Audiencia Nacional (contra Resoluciones del Ministerio de Economía y Hacienda) y sólo, en algunos casos, del Tribunal Supremo en vía de recurso de casación.

La mayoría de estas sentencias se refieren a materias sancionadoras (téngase en cuenta la importancia de las sanciones que pueden imponerse de acuerdo con el Título VIII de la Ley del mercado de valores y con la Ley 4671984, de 26 de diciembre, Reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva). Sin embargo, no agota su contenido en el régimen sancionador, y así, algunas de las sentencias seleccionadas contienen pronunciamientos trascendentes sobre otras cuestiones, como por ejemplo, las ofertas públicas de adquisición, la interpretación del concepto de grupo del artículo 4 de la LMV o la naturaleza jurídica de la verificación de los folletos informativos.

La sistemática empleada permite ver de forma inmediata cuáles son los artículos de la Ley sobre los que la jurisprudencia ha tenido que pronunciarse con más frecuencia, junto con un breve resumen de los criterios utilizados, acompañado del texto completo de las sentencias.

Al dar publicidad a este trabajo, los servicios jurídicos han pretendido poner a disposición de investigadores, juristas, y en general, de todas las personas interesadas en conocer el derecho del mercado de valores, un instrumento de gran utilidad, en un campo en el que hasta la fecha la jurisprudencia era poco conocida debido a la dificultad de acceder a determinadas sentencias y a la falta de una recopilación sistemática.

Real Decreto 2590/98 sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores

Además de la Ley de Reforma de la Ley del Mercado de Valores, en 1998 se ha aprobado otra disposición de gran trascendencia desde el punto de vista de la ordenación de los mercados. Se trata del *Real Decreto 2590/1998, de 7 de diciembre, sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores*, una norma de un marcado talante liberalizador y flexibilizador que modifica los siguientes Reales Decretos:

- R.D. 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores
- R.D. 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y adquisiciones por éstas de acciones propias
- R.D. 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles
- R.D. 1814/1991, de 20 de diciembre, por el que se regulan los mercados oficiales de futuros y opciones
- R.D. 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

Las modificaciones a los Reales Decretos de emisiones y de participaciones significativas afectan a sus contenidos de manera global, mientras que las modificaciones a los restantes tienen un alcance más restringido, ya que se trata, fundamentalmente, a mejoras técnicas.

La finalidad principal de la reforma del Real Decreto de emisiones es flexibilizar el régimen de las emisiones y ofertas públicas de venta de valores. Junto a diversas mejoras técnicas, se introducen en el Real Decreto de emisiones algunas novedades que tendrán una gran repercusión en la ordenación del mercado primario de valores y que harán más fácil y eficiente la emisión y colocación de valores en el mercado español. Así, hay que mencionar que se precisa mejor el ámbito de aplicación del Real Decreto, aumenta el número de excepciones parciales, se recogen nuevos tipos de folletos y se simplifica el régimen de modificación de valores en circulación. Una consecuencia inmediata de esta reforma será la aprobación, en breve, de una Circular de la CNMV que modificará los folletos de emisión para valores de renta fija y que, sin duda, constituirá un instrumento importante para la revitalización de los mercados de renta fija.

La principal novedad introducida en el Real Decreto de participaciones significativas es la reducción del umbral que da lugar al deber de comunicar la adquisición de una participación significativa del 5% al 1%, cuando el adquirente tiene su residencia en un paraíso fiscal. Además, se prevé la posibilidad de que la CNMV pueda actualizar la información contenida en los Registros de participaciones significativas y de autocartera, dando de baja aquellas informaciones que, por no haber sido actualizadas, no respondan a la realidad.

El elemento más destacado de las modificaciones introducidas en el Real Decreto sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles es la posibilidad de establecer un procedimiento alternativo al de las referencias de registro.

Otras normas que afectan a los mercados de valores

Durante el pasado año fueron aprobadas otras muchas normas relativas a los mercados de valores. Aún cuando se trata de normas que, a diferencia de las anteriores, no afectan de modo global a la regulación de los mercados, algunas de ellas tienen una especial relevancia, por lo que se comentan a continuación.

El régimen de tasas de la CNMV, que afecta de una manera directa a los emisores y a las entidades supervisadas, experimentó una sustancial modificación a través del *Real Decreto 1732/1998, de 31 de julio, sobre tasas aplicables por las actividades y servicios prestados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores*. Esta norma supone un nuevo esfuerzo para ajustar las tarifas

vigentes al coste real de la supervisión. Al mismo tiempo, permite la unificación en un solo texto de la regulación en esta materia e incrementa la seguridad jurídica de sus destinatarios.

En materia de mercados primarios de valores, resulta especialmente destacable la aprobación del *Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los fondos de titulización de activos y las sociedades gestoras de fondos de titulización*. La posibilidad de extender el régimen previsto para la titulización de participaciones hipotecarias a otros préstamos y derechos de crédito aparecía prevista en el artículo 16 del Real Decreto-Ley 3/1993, de 26 de febrero, y posteriormente en la Ley 3/1994, de 14 de abril, de adaptación de la legislación española en materia de entidades de crédito a la “Segunda Directiva de Coordinación Bancaria”. Los dos rasgos básicos de los fondos de titulización de activos son, por lo que respecta al activo de los fondos, la posibilidad de incorporar activos financieros y otros derechos de crédito, ya sean presentes o futuros. Por lo que respecta al pasivo, la regla general es que los fondos tienen que emitir valores de renta fija. Además, el Real Decreto crea las sociedades gestoras de fondos de titulización, un nuevo tipo en el que podrán transformarse las actuales sociedades gestoras de fondos de titulización hipotecaria.

En este apartado de los mercados primarios, cabe reseñar, asimismo, la aprobación de la *Circular 4/1998, de 22 de septiembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifican los modelos de información pública periódica semestral de las entidades de seguro con valores admitidos a negociación en bolsas de valores*.

En el apartado de la inversión colectiva, con la finalidad de contribuir al desarrollo del mercado de alquiler de viviendas, la *Ley 29/1998, de 1 de julio, de reforma del régimen jurídico y fiscal de las instituciones de inversión colectiva de naturaleza inmobiliaria y sobre cesión de determinados derechos de crédito de la Administración General del Estado* pretende favorecer el desarrollo de las instituciones de inversión colectiva de naturaleza inmobiliaria. Las principales novedades que introduce la Ley son las siguientes:

- Se establece la posibilidad de efectuar aportaciones en especie y de adquirir inmuebles no terminados. Se admite que en ciertos supuestos pueda concurrir en una misma persona la doble cualidad de inversor y arrendatario. Asimismo, se establece la posibilidad de flexibilizar los plazos para alcanzar los coeficientes de inversión obligatoria en inmuebles.
- Se admite la aplicación del tipo del 1% en el impuesto de sociedades cuando la inversión en viviendas alcance durante todo el período impositivo el 50% del activo.
- Se admite que las instituciones de inversión colectiva inmobiliaria efectúen inversiones en residencias universitarias y de la tercera edad.
- Se reduce, de 4 a 3 años, el plazo de mantenimiento de los inmuebles en el patrimonio de las entidades, para la aplicación del específico régimen fiscal aplicable a las mismas.
- Se amplía la posibilidad de que, por vía reglamentaria, se establezcan supuestos en los que se permitan aportaciones en especie por parte de los socios o partícipes.
- Se autoriza al Estado para la enajenación de los derechos de crédito dimanantes de los préstamos concedidos por el Instituto Nacional de la Vivienda y posteriormente por el Instituto para la Promoción Pública de la Vivienda.

Durante el pasado año se han aprobado, además, diversas Ordenes Ministeriales y Circulares relativas a las instituciones de inversión colectiva, en concreto, la *Orden de 23 de abril de 1998 por la que se modifica la Orden de 12 de julio de 1993, sobre folletos informativos y otros desarrollos del Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores* y la *Orden de*

1 de octubre de 1998, sobre causas de actualización de folletos informativos y sobre el informe trimestral reducido de los fondos de inversión mobiliaria y fondos de inversión en activos del mercado monetario.

También en materia de IIC, la CNMV aprobó, por su parte, *la Circular 3/1998, de 22 de septiembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre operaciones en instrumentos derivados de las instituciones de inversión colectiva*, que ha venido a completar la anterior Circular 3/1997, de 29 de julio, de la CNMV, sobre obligaciones de información a socios y partícipes de instituciones de inversión colectiva de carácter financiero y determinados desarrollos de la Orden Ministerial, de 10 de junio de 1997, sobre operaciones de las instituciones de inversión colectiva de carácter financiero en instrumentos derivados. El objeto fundamental de esta Circular lo constituye la concreción de los límites a la utilización de instrumentos derivados de carácter financiero por riesgo de mercado y de contraparte. La Comisión ha aprobado igualmente *la Circular 2/1998, de 27 de julio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre requerimientos de información estadística a las instituciones de inversión colectiva de la Unión Monetaria Europea.*

En relación con las sociedades y agencias de valores, la CNMV ha aprobado dos importantes normas: *la Circular 1/1998, de 10 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre sistemas internos de control, seguimiento y evaluación continuada de riesgos y la Circular 5/1998, de 4 de noviembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre representantes de sociedades y agencias de valores, y sociedades gestoras de carteras.* En ésta se establece el nuevo procedimiento que debe seguirse para comunicar a la CNMV los apoderamientos que, para actuar en el mercado de valores, otorguen las sociedades y agencias de valores y sociedades gestoras de carteras. En ésta se establece el nuevo procedimiento que debe seguirse para comunicar a la CNMV los apoderamientos que, para actuar en el mercado de valores, otorguen las sociedades y agencias de valores y sociedades gestoras de carteras.

En el ámbito de los mercados secundarios de valores, *la Orden de 23 de septiembre de 1998 por la que se modifica la Orden de 25 de marzo de 1991 sobre sistema de crédito en operaciones bursátiles de contado* modifica el apartado 6 del número primero de la Orden de 25 de marzo de 1991, en el sentido de establecer un importe efectivo mínimo al que deberán ascender las órdenes de compra o venta de valores que deriven de la previa concesión de un crédito.

Por último, hay que destacar la promulgación de *la Ley 46/1998, de 17 de diciembre, sobre introducción del euro*, que tiene por finalidad completar el régimen jurídico necesario para la introducción del euro como moneda única dentro del sistema monetario nacional, de acuerdo con lo establecido en los Reglamentos de la CE números 1103/97 del Consejo, de 17 de junio, sobre determinadas disposiciones relativas a la introducción del euro, y 974/98 del Consejo, de 3 de mayo, sobre introducción del euro. La introducción del euro justifica, asimismo, la aprobación de *la Orden de 23 de diciembre de 1998, sobre la unidad de cuenta en las obligaciones de información de los organismos rectores de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva y sobre la expresión en euros de determinados requisitos relativos al sistema de crédito en operaciones bursátiles de contado y a las operaciones bursátiles especiales* y de *la Circular 7/1998, de 16 de diciembre de 1998, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se establecen modificaciones y adaptaciones derivadas de la introducción del euro en determinadas circulares relativas a los mercados secundarios de valores y sociedades rectoras, sociedades y agencias de valores, instituciones de inversión colectiva, comunicación de participaciones significativas e información pública periódica de entidades con valores admitidos a negociación en bolsas de valores*

Directivas Comunitarias

- *Directiva 98/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de mayo de 1998, sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores*⁽³⁵⁾. Con vistas a la realización de la UME, esta Directiva pretende contribuir al funcionamiento eficiente y rentable de los mecanismos transfronterizos de pagos y liquidación de valores en la Comunidad. Con esta finalidad se establecen disposiciones relativas al régimen de la compensación y de las órdenes de transferencia, a los procedimientos de insolvencia, y a los derechos de los titulares de una garantía en caso de insolvencia del que la hubiera constituido.
- *Directiva 98/31/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de junio de 1998, por la que se modifica la Directiva 93/6/CEE del Consejo, sobre la adecuación del capital de las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito*. La modificación de la Directiva 93/6/CEE se justifica por la necesidad de precisar los riesgos de mercado vinculados a las transacciones sobre materias primas y sus derivados, así como por la necesidad de ampliar la definición de cartera de negociación de modo que incluya las posiciones en materias primas o sus derivados.
- *Directiva 98/33/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de junio de 1998, por la que se modifican el artículo 12 de la Directiva 77/780/CEE del Consejo, referente al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, los artículos 2, 5, 6, 7 y 8 y los anexos II y III de la Directiva 89/647/CEE del Consejo, sobre el coeficiente de solvencia de las entidades de crédito, y el artículo 2 y el anexo II de la Directiva 93/6/CEE del Consejo, sobre la adecuación del capital de las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito*. Se modifica la Directiva 93/6/CEE en el sentido de introducir una nueva definición de lo que se entiende por instrumentos derivados negociados en mercados no organizados. Asimismo se modifica el anexo II de la Directiva a los efectos de declarar aplicable el anexo II de la Directiva 89/647/CEE al cálculo, por parte de las entidades, de los requisitos de capital para sus instrumentos derivados negociados en mercados no organizados.

Documentos de trabajo de la CNMV a consulta pública

Al igual que otros organismos reguladores de países de nuestro entorno (fundamentalmente estadounidenses e ingleses), la CNMV ha incorporado a su web una página conteniendo documentos de trabajo, con la finalidad de recabar opiniones sobre el contenido y alcance de posibles proyectos normativos. Con ello se pretende lograr la máxima transparencia y un amplio consenso con el sector en el proceso de elaboración de normas relativas a los mercados de valores. En el encabezamiento de la página, la CNMV asume expresamente el compromiso de estudiar con suma atención todos los comentarios recibidos y tomarlos en consideración, en su caso, durante el proceso de elaboración de la regulación.

Hasta la fecha se han incorporado a la página de Internet de la CNMV los siguientes documentos de trabajo:

- N.º 1/98: Documento de trabajo para el establecimiento de límites a las operaciones en instrumentos derivados de las instituciones de inversión colectiva.
- N.º 2/98: Documento de trabajo sobre la modificación de los modelos de información pública periódica a remitir a la CNMV por las entidades de seguros cotizadas.

Esta iniciativa ha facilitado considerablemente el acceso por parte del sector a la información sobre las directrices de ambos proyectos normativos. Así, aunque la recepción de comentarios escritos con respecto a ambos documentos ha sido de momento muy escasa, sí ha habido un aumento significativo del número de consultas y comentarios telefónicos sobre estos proyectos, con declaración expresa de que la fuente de información que ha motivado la consulta ha sido el documento de trabajo publicado en Internet.

(35) Los textos de las Directivas que afectan a los mercados de valores se pueden encontrar en la página web de la CNMV (apartado DELFOS).

Actos ejecutivos: las Cartas Circulares⁽³⁶⁾

La actividad de la CNMV relacionada con la ordenación de los mercados no se agota en el estricto marco de su actuación en la esfera normativa. Las Cartas Circulares - simples cartas que la CNMV dirige a todos los sujetos que operan en los mercados - constituyen un instrumento importante, de naturaleza ejecutiva, para ordenar la actividad de los mercados, ya que permiten a la CNMV dar a conocer a las personas que operan en ellos las interpretaciones y los criterios que rigen su actuación sobre una cuestión determinada. A pesar de su todavía corto periodo de existencia, pues las primeras están fechadas en 1996, las Cartas Circulares han adquirido el reconocimiento de los mercados como un instrumento que, a la vez que incrementa la seguridad jurídica, permite canalizar con rapidez al mercado las interpretaciones y recomendaciones del supervisor.

Las Cartas Circulares, por su procedimiento de elaboración rápido y sencillo, se convierten en un instrumento muy útil, como demuestra el hecho de que la mayor parte de las Comisiones de Valores de los Estados de nuestro entorno dispongan de mecanismos de similar naturaleza.

Durante 1998, la Comisión Nacional del Mercado de Valores ha continuado elaborando Cartas Circulares, con la intención de potenciar, a su través, la comunicación con quienes intervienen en el mercado. En este sentido, algunas de las Cartas Circulares más importantes del pasado año han sido el resultado del intercambio de opiniones, en intensas sesiones de trabajo, con los sujetos afectados.

Autocartera

Para afrontar un asunto tan sensible como el de la autocartera, la CNMV mantuvo un estrecho contacto con representantes de los principales bancos españoles y de los principales emisores, con la finalidad de alcanzar un elevado grado de consenso. Después de varias sesiones de trabajo conjuntas, se elaboró una Carta Circular en la que se proporcionan una serie de criterios que permiten a los emisores operar con autocartera con la seguridad de que no afectan a la correcta formación de los precios. De esta forma, se crea una “zona de seguridad” - “safe harbour” - a la que, si lo desean, pueden acogerse aquellos emisores que utilicen con frecuencia la autocartera para proporcionar liquidez al mercado. El establecimiento de esta “zona de seguridad” no prejuzga la actuación de aquellos emisores que opten por no acogerse a ella.

La introducción en nuestros mercados de la técnica del “safe harbour”, de marcada impronta estadounidense, incrementa notablemente la seguridad jurídica y resulta especialmente beneficiosa para los operadores, ya que, sin introducir ninguna norma prohibitiva y sin alterar la normativa existente, delimita zonas en las que los sujetos del mercado pueden operar con mayor seguridad. Esto es lo que se ha hecho con esta Carta Circular, en la que, respetando escrupulosamente el régimen de libertad para operar con autocartera siempre que ésta no supere el límite del 5% del capital para las sociedades cotizadas, se establecen unos criterios que permiten, a quienes los cumplan, adquirir o vender autocartera en el mercado continuo con la seguridad de que no afectan al proceso de libre formación de precios y, en consecuencia, no infringen la normativa referente a la prohibición de manipular las cotizaciones.

A lo largo de 1999, la CNMV analizará con detenimiento la operatividad práctica de los criterios contenidos en esta Carta Circular y recabará las opiniones oportunas de los emisores de valores, especialmente de las entidades de crédito.

(36) Para una explicación sobre el sentido de las mismas véase el recuadro “Las cartas circulares”, en el capítulo 10 de la Memoria 1997.

Hechos relevantes

Transcurrido más de un año desde la primera Carta Circular sobre hechos relevantes, enviada el 7 de julio de 1997, la CNMV ha podido constatar que, si bien esta Carta Circular contribuyó de manera notable a la reflexión sobre las modalidades y alcance de la comunicación de hechos relevantes y sirvió para incrementar la sensibilización de los emisores de valores sobre esta materia, también presentaba algunos aspectos que podían ser mejorados. A la hora de revisarla, se han tenido muy en cuenta las opiniones que se han ido recibiendo de algunos de sus destinatarios, especialmente las de la Asociación Española de Banca.

El resultado de este proceso ha sido una nueva Carta Circular sobre hechos relevantes, remitida en diciembre del pasado año, que sustituye a la anterior. Entre otras modificaciones importantes, el nuevo texto distingue entre “hechos” y “decisiones”, lo que tiene gran trascendencia para determinar el momento en que debe notificarse la información. Se recuerda que el emisor que no desee difundir una decisión puede comunicar a la CNMV un hecho relevante confidencial o, en determinadas circunstancias, mantener secreta esa decisión. La nueva Carta Circular proporciona diversas recomendaciones para reforzar el mantenimiento del secreto en la fase previa a la adopción de decisiones y, en general, la confidencialidad de la información que todavía no ha sido objeto de difusión.

Información sobre el cumplimiento del Código de Buen Gobierno

De entre las diversas posibilidades que se le abrían a la CNMV con relación a la información sobre la asunción del Código de Buen Gobierno, se ha optado por la más respetuosa con el carácter de voluntariedad que caracteriza al Código. La CNMV entiende que, al ser el Código de cumplimiento voluntario, su recomendación nº23, que establece que “el Consejo de Administración incluya en su informe público anual información sobre sus reglas de gobierno razonando las que no se ajusten a las recomendaciones del Código”, sólo resulta aplicable a aquellas sociedades cotizadas en el mercado bursátil que hayan decidido asumir su contenido.

Ahora bien, sin perjuicio del marco de libertad con respecto al contenido y a la forma que se quiera dar a la información, la CNMV considera que ésta es más eficaz si llega a sus destinatarios con un contenido y una presentación sistemática, homogénea y fácilmente comprensible. Por este motivo, la CNMV ha elaborado un modelo de remisión de información que pueden utilizar las sociedades que decidan asumir el Código. Este modelo se debería incluir en el informe público anual, como documento adicional a las cuentas anuales, memoria, informe de gestión y auditoría.

Otras Cartas Circulares

Además de las tres comentadas, la CNMV ha elaborado, en 1998, otras Cartas Circulares que afectan a asuntos como la publicidad relativa a las instituciones de inversión colectiva, las transmisiones bursátiles especiales en bloque de lotes de acciones o la que contiene el manual de procedimientos derivados del euro aplicables a entidades supervisadas y entidades cotizadas.

10

ACTIVIDAD INTERNACIONAL

IOSCO

La CNMV es miembro del Comité Técnico de IOSCO y participa activamente en los cinco Grupos de Trabajo de esta organización de alcance mundial, en la que están representadas casi todas las autoridades nacionales con competencias en la supervisión de los mercados de valores. En relación con esta importante organización internacional, debe señalarse que España, por mediación de la CNMV y del Ministerio de Economía y Hacienda, ha presentado su candidatura para que su sede se instale en Madrid.

Dentro de las actividades realizadas por los distintos Grupos de Trabajo de IOSCO en 1998, cabe destacar las siguientes :

Ofertas multinacionales de valores y contabilidad

Tras varios años de trabajo, destaca la aceptación de un modelo de folleto que las entidades podrán utilizar en emisiones transfronterizas. Este documento se refiere únicamente a acciones y no es aplicable en el ámbito interno. En este sentido, se considera ámbito interno el territorio de la Unión Europea en su conjunto, donde continúan vigentes las correspondientes Directivas. En consecuencia, la aprobación de este folleto facilita las emisiones y ofertas públicas de acciones de entidades domiciliadas en la UE en mercados de Estados no miembros. De igual forma, los emisores no comunitarios podrán presentar el modelo aprobado cuando deseen incorporarse a los mercados de la UE.

Por otra parte, el grupo de trabajo deberá completar el proceso de armonización, posiblemente a lo largo de 1999, con la aprobación de los criterios contables internacionales que deberán aceptarse en las distintas jurisdicciones que suscriban el acuerdo de IOSCO. Ello permitirá una reducción significativa de los costes en los que actualmente incurren los emisores transnacionales al elaborar sus cuentas anuales atendiendo a los criterios contables tanto del país de origen como del de acogida. La consecuencia inmediata de su aprobación será una modificación de las Directivas contables que deberán adaptarse para aceptar algunos principios fundamentales como el del *“valor razonable”* aplicable a los instrumentos financieros. A medio y largo plazo, es más que probable que los criterios contables internos, al menos los exigidos a las entidades admitidas a cotización en mercados regulados, tiendan a homogeneizarse con los aceptados internacionalmente.

Finalmente, aún se discute en el presente grupo la conveniencia de armonizar adicionalmente los principios generales de auditoría aplicables a las cuentas anuales de los emisores transfronterizos. La decisión final a este respecto deberá ser adoptada por el Comité Técnico de IOSCO.

Mercados Secundarios

Ha centrado sus esfuerzos en acometer el problema del año 2000 en los sistemas informáticos de los mercados. Está desarrollando, asimismo, una serie de recomendaciones prácticas para la supervisión de los mercados secundarios y continúa trabajando en asuntos relacionados con los préstamos de valores, en coordinación con el Comité de Basilea.

Intermediarios

Se han aprobado dos documentos de singular importancia en materia de supervisión prudencial:

- “*Methodologies for determining minimum capital standards for internationally active securities firms which permit the use of models under prescribed conditions*”. La CNMV tuvo en cuenta las pautas aquí recomendadas en la elaboración de la Circular 3/98⁽³⁷⁾, que abre a las IIC la posibilidad de utilizar un método "libre" para la medición de su riesgo de mercado.
- “*Risk management and control guidance for securities firms and their supervisors*”. Sienta principios en los que las firmas de valores y los supervisores deberían inspirarse en relación con la implantación, ulterior funcionamiento y supervisión de los sistemas de control interno⁽³⁸⁾.

Otros asuntos tratados en el marco de IOSCO

Al margen de los resultados de los distintos grupos de trabajo antes citados, en 1998 se han finalizado dos proyectos⁽³⁹⁾ especiales iniciados el año anterior:

- La aprobación del documento “Objetivos y principios de la regulación de valores”, considerado como uno de los más importantes de la historia de la organización. En él se establecen 30 principios orientados a lograr la protección de los inversores, a conseguir que los mercados sean justos, eficientes y transparentes, y a reducir el riesgo sistémico. Ellos, además, pueden servir de referencia a las distintas instituciones que realizan informes o estudios sobre los sistemas existentes en los distintos países.
- La “Actividad de valores en Internet”, desarrollado por un grupo “*ad hoc*” de expertos. El informe resultante formula 24 recomendaciones destinadas a orientar las políticas de los reguladores en relación con Internet.

Además, IOSCO se ha hecho eco de las dificultades creadas por la crisis en los mercados asiáticos y latinoamericanos, y de las inquietudes causadas por la difícil supervisión de los “*hedge funds*”, motivos por los que ha iniciado proyectos especiales destinados a mejorar la actuación del supervisor ante tales situaciones.

Unión Europea

FESCO

El “*Forum of European Securities Commissions*” (FESCO), que comprende las Comisiones de Valores de todos los países de la Unión Europea, además de Noruega e Islandia, ha iniciado su andadura en 1998 bajo la presidencia de Alemania. La CNMV es una de las cinco Comisiones de Valores que integran el Secretariado General permanente de esta organización.

(37) Circular 3/98, de 22 de septiembre, sobre operaciones en instrumentos derivados de las instituciones de inversión colectiva. Para detalles sobre la misma véase el recuadro “Desarrollo de la nueva regulación sobre operaciones de las IIC con productos derivados”, en el Capítulo 6.

(38) En relación a este tema véase el recuadro “Sistemas de control interno, seguimiento y evaluación continuada de riesgos”, en el Capítulo 6.

(39) Todos los documentos de IOSCO pueden encontrarse en su página web (www.iosco.org) y algunos en la página de la CNMV (en su apartado DELFOS).

Se han creado cuatro grupos de trabajo destinados a explorar posibles vías de armonización en materias no cubiertas por las Directivas. Las áreas de trabajo cubiertas son las siguientes:

- El intercambio de información entre supervisores.
- Los estándares a cumplir por los mercados regulados.
- Las normas de conducta aplicables a quienes prestan servicios de inversión.
- La idoneidad de los socios y administradores de las firmas de inversión.

Asimismo, FESCO está diseñando los estándares aplicables a los participantes en las ofertas públicas y en un futuro próximo comenzará a explorar posibles vías de actualización de la Directiva sobre folletos de emisión.

Avances en la cooperación entre los países miembros de FESCO

Acuerdo multilateral sobre intercambio de información y supervisión en los mercados de valores

La internacionalización, armonización e interdependencia creciente de los mercados financieros europeos, cuyo origen ha de encontrarse en los avances tecnológicos y en la consolidación del mercado interno de servicios financieros, demanda la realización de un esfuerzo por parte de los reguladores al objeto de cumplir de manera eficiente las tareas que les son propias.

A tal fin, a finales de enero de 1999 los países miembros de FESCO suscribieron un documento denominado “Multilateral Memorandum of Understanding on the Exchange of Information and Surveillance of Securities Activities” cuyo principal objetivo consiste en favorecer el intercambio de información entre reguladores en el desarrollo de sus funciones.

Además, se reconoce expresamente la posibilidad de que las autoridades competentes afectadas por una investigación particular en cualquiera de las materias objeto del Acuerdo puedan desempeñar tal investigación de manera conjunta, compartir trabajos y responsabilidades y decidir, de común acuerdo, las acciones a adoptar.

FESCOPEL

En conexión con el contenido del Acuerdo descrito anteriormente, y como elemento necesario para lograr su plena implementación, las autoridades signatarias han convenido que las personas responsables en cada país de la supervisión de los mercados de valores y del intercambio de información se reúnan regularmente para tratar cuantas cuestiones se consideren necesarias en el marco de la colaboración internacional. Ese grupo, denominado FESCOPEL, podrá, a través de procedimientos informales, intercambiar experiencias referentes a los problemas y dificultades detectados en el desempeño de sus funciones, así como proponer modificaciones dirigidas a mejorar la eficacia del Acuerdo.

Directivas Comunitarias

En cuanto a la normativa comunitaria específica de los mercados de valores, durante 1998 se aprobó la Directiva sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores⁽⁴⁰⁾, y se ha retomado la propuesta de Directiva sobre los contratos a distancia de servicios financieros entre proveedores y clientes. Continúan, por otra parte, los trabajos en torno a la modificación de la Directiva de UCITS⁽⁴¹⁾ y la modificación de la Directiva de Ofertas Públicas de Adquisición.

Colaboración de la Swiss Federal Banking Commission

La Federal Act on Stock Exchanges and Securities Trading de Suiza, promulgada en marzo de 1995, ha incorporado notables mejoras en el campo de la cooperación internacional, facilitando la colaboración del regulador de dicho país (Swiss Federal Banking Commission) con supervisores extranjeros que, como la CNMV, cumplan determinados requisitos en cuanto al tratamiento confidencial de la información y su utilización para la supervisión de los mercados de valores.

Como aplicación inmediata de este nuevo esquema legal, a finales del mes de enero de 1999, España ha sido uno de los tres primeros países en recibir del regulador suizo, respuesta a una petición de titularidad tramitada por la CNMV en una investigación abierta por posible utilización de información privilegiada en el marco de una oferta pública de adquisición. Esta apertura a la colaboración de un país, que históricamente se había venido mostrando remiso en materia de intercambio de información, abre nuevos horizontes a la lucha contra la detección de comportamientos ilícitos en los mercados de valores.

Otras actividades

La CNMV ha continuado participando, como miembro, en las actividades del “Joint Forum”, integrado por algunos representantes de IOSCO, Comité de Basilea y la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros. A través de diversos grupos de trabajo, este foro tiene como objetivo estudiar los problemas relacionados con la supervisión de conglomerados financieros que operan en los sectores de banca, valores y seguros.

En materia de intercambios de información y cooperación internacional, la CNMV firmó dos nuevos acuerdos bilaterales⁽⁴²⁾ durante 1998, con la Comisión de Valores Mobiliarios de Quebec, con fecha 14 de septiembre, y con la Superintendencia de Compañías de El Salvador, con fecha 23 de noviembre.

Asimismo, durante el pasado año se intensificaron los intercambios que, tradicionalmente, se vienen manteniendo con las autoridades de supervisión de los países latinoamericanos. Durante dicho ejercicio, se recibió la visita de numerosas delegaciones - Argentina, Costa Rica, México, El Salvador, Bolivia, Ecuador, Venezuela y Guatemala -, a las que se prestó asistencia técnica.

(40) Directiva 98/26/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de mayo de 1998, sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores.

(41) Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios.

(42) Memoranda of understanding.

Anexo 1

COMPOSICIÓN DEL CONSEJO DE LA CNMV

Presidente:	Juan Fernández-Armesto
Vicepresidente:	Luis Ramallo García
Consejeros:	José Manuel Barberán López Jaime Caruana Lacorte ⁽⁴³⁾ Miguel Martín Fernández ⁽⁴⁴⁾ José M ^a Roldán Alegre ⁽⁴⁵⁾ Pilar Valiente Calvo ⁽⁴⁶⁾
Secretario:	Antonio J. Alonso Ureba

(43) Director General del Tesoro y Política Financiera.

(44) Subgobernador del Banco de España.

(45) Sustituye desde el 19 de enero de 1998 a José M.^a Gondra Romero, cuyo mandato finalizó con fecha 3 de noviembre de 1997.

(46) Sustituye desde el 3 de diciembre de 1998 a Francisco L. de Vera Santana, cuyo mandato finalizó con fecha 3 de noviembre de 1998.

Anexo 2

COMPOSICIÓN DEL COMITE CONSULTIVO DE LA CNMV

Presidente: D. Luis Ramallo García

Secretario: D. Antonio J. Alonso Ureba

VOCALES TITULARES

Emisores: D. Agustín Ramos Varillas
D. Luis Menéndez Onrubia
D. Manuel Vecino Riera

Inversores: D. Mariano Rabadán Fornies
D. Jesús Barreiro Sanz

Miembros de las Bolsas:

D. José Atonio de Bonilla y Moreno
D. Enrique Piñel López
D. Jaime Aguilar Fernández-Hontoria
D. Gregorio Arranz Pumar

Consejo de Consumidores y Usuarios:

D. Manuel Pardos Vicente

Comunidades Autónomas:

Generalidad Valenciana:

D. José Manuel Uncio Lacasa

Gobierno Vasco:

D. Francesc Xavier Ruiz del Portal i Bravo

VOCALES SUPLENTES

Emisores: D. Pablo Lamberto Urrutia
D. José Antonio Guzmán González
D. José Luis Martinavarro Ferrer

Inversores: D. Antonio Malpica Muñoz
D. Francisco Javier Palomar

Miembros de las Bolsas:

D. Fernando de Roda Lamsfus
D. Ignacio García Barrero
D. Carlos Morales Martinol
D. Pablo Prada Hernández

Consejo de Consumidores y Usuarios:

D. Enrique García López

Comunidades Autónomas:

Generalidad de Valencia:

D. Julián Fernando Talens Escartí

Gobierno Vasco:

D. Miguel Bengoechea Romero

Generalidad de Cataluña:

D. Jaume Pera i Lloveras