



Informe Anual 2007

Sobre los mercados de valores y su actuación



**Informe anual de la CNMV sobre
los mercados de valores y su actuación.
2007**

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

Passeig de Gràcia, 19
08007 Barcelona.

© Comisión Nacional del Mercado de Valores.

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

Maquetación: ARTEGRAF, S.A.

ISBN: 978-84-87870-78-1

Depósito Legal: M-24.994-2008

Imprime: Artes Gráficas Palermo S.L.

Siglas

AAPP	Administraciones públicas
ABS	Asset Backed Securities
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
ANCV	Agencia nacional de codificación de valores
ASCRI	Asociación española de entidades de capital-riesgo
AV	Agencia de valores
AVB	Agencia de valores y bolsa
BCE	Banco central europeo
BME	Bolsas y Mercados Españoles
BTA	Bonos de titulización de activos
BTH	Bonos de titulización hipotecaria
CADE	Central de Anotaciones de Deuda del Estado
CCAA	Comunidades autónomas
CDS	Credit Default Swaps
CE	Comisión Europea
CESFI	Comité de Estabilidad Financiera
CESR	Comité Europeo de Reguladores de Valores / Committee of European Securities Regulators
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CSD	Depositario central de valores
EAFI	Empresas de Asesoramiento Financiero
EC	Entidades de crédito
ECR	Entidades de capital-riesgo
ETF	Fondos de inversión cotizados / Exchange traded funds
ESI	Empresa de servicios de inversión
FIAMM	Fondos de inversión en activos del mercado monetario
FI	Fondos de inversión de carácter financiero
FII	Fondos de inversión inmobiliaria
FIM	Fondos de inversión mobiliaria
FTH	Fondo de titulización hipotecaria
IAASB	International auditing and assurance standards board
IASB	International accounting standards board
IIC	Instituciones de inversión colectiva
IIMV	Instituto iberoamericano del mercado de valores
IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores / International Organization of Securities Commissions
ISIN	Código internacional de valores / International Securities Identification Number
LATIBEX	Mercado de valores latinoamericanos
LMV	Ley del mercado de valores
MAB	Mercado Alternativo Bursátil
MEFF	Mercado español de futuros y opciones financieros
MiFID	Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros / Markets in Financial Instruments Directive
MFAO	Mercado de Futuros del Aceite de Oliva
MTS	Market for treasury securities
MOU	Memorandum de entendimiento/ Memorandum of Understanding
NIC	Normas internacionales de contabilidad
NIIF	Normas internacionales de información financiera
OCDE	Organización para la cooperación y el desarrollo económico
OICVM/UCITS	Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios / Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities

Opa	Oferta pública de adquisición de valores
OPS	Oferta pública de suscripción de valores
OPV	Oferta pública de venta de valores
PER	Price earnings ratio
PYME	Pequeña y mediana empresa
RENADE	Registro Nacional de los Derechos de Emisión de Gases de Efectos Invernadero
ROE	Rentabilidad sobre fondos propios
SCLV	Servicio de Compensación y Liquidación de Valores
SCR	Sociedades de capital-riesgo
SENAF	Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros
SEPBLAC	Servicio ejecutivo de la comisión de prevención del blanqueo de capitales e infracciones monetarias
SGC	Sociedades gestoras de carteras
SGIIC	Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva
SIBE	Sistema de Interconexión Bursátil Español
SICAV	Sociedades de inversión de carácter financiero
SII	Sociedades de inversión inmobiliaria
SIM	Sociedad de inversión mobiliaria
SON	Sistema organizado de negociación
SV	Sociedad de valores
SVB	Sociedad de valores y bolsa
TER	Gastos operativos de un fondo / total expense ratio
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria (zona euro)
UVM	Unidad de Vigilancia de Mercados de la CNMV

Índice general

Siglas	5
Índice de recuadros	11
Índice de cuadros	13
Índice de gráficos	15
Índice de anexos	17
I Marco económico y financiero	19
1. Marco económico y financiero	21
1.1 Marco económico y financiero internacional	22
1.1.1 Evolución de la economía internacional	22
1.1.2 Evolución de los mercados financieros internacionales	26
1.1.3 Riesgos del escenario económico y financiero internacional	37
1.2 Marco económico y financiero español	38
1.2.1 Evolución de la economía española	38
1.2.2 Decisiones financieras de los agentes económicos	39
1.2.3 Evolución de los mercados españoles	44
1.2.4 Riesgos del escenario económico y financiero nacional	48
II Mercados y emisores	51
2. Mercados de renta variable	53
2.1 Tamaño del mercado	53
2.1.1 Capitalización bursátil	53
2.1.2 Sociedades cotizadas	56
2.2 Admisiones, emisiones y ofertas públicas de venta	57
2.3 Negociación	59
2.3.1 Negociación al contado	59
2.3.2 Crédito para operaciones bursátiles y préstamo de valores	61
2.4 Ofertas públicas de adquisición de valores	62
2.5 Sistemas organizados de negociación	65
2.5.1 Latibex	65
2.5.2 Mercado Alternativo Bursátil	66
2.6 Fondos de inversión cotizados	67
3. Mercados de renta fija	69
3.1 Deuda pública	71
3.1.1 Emisiones	71
3.1.2 Negociación	71
3.2 Renta fija privada	74
3.2.1 Mercado primario	74
3.2.2 Mercado secundario	79
4. Registro, contrapartida, compensación y liquidación	83
4.1 Iberclear	83
4.1.1 Iberclear – CADE	84

4.1.2	Iberclear – SCLV	86
4.1.3	Innovaciones y mejoras	87
4.2	MeffClear	92
5.	Mercados de productos derivados	93
5.1	Mercado MEFF	94
5.1.1	Novedades del mercado MEFF	97
5.2	Warrants y certificados	98
5.2.1	Emisiones	98
5.2.2	Negociación	99
5.3	Otros contratos financieros	101
5.4	Mercado de Futuros sobre el Aceite de Oliva	101
III	Entidades financieras y servicios de inversión	103
6.	Inversión colectiva	105
6.1	Fondos de inversión	106
6.1.1.	Patrimonio y rentabilidad	107
6.1.2.	Partícipes e instituciones	109
6.1.3.	Política inversora y participaciones significativas de los fondos de inversión en empresas cotizadas	111
6.1.4.	Comisiones	112
6.2	Sociedades de inversión	113
6.3	IIC extranjeras comercializadas en España	115
6.4	Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC)	117
6.4.1	Patrimonio y resultados	117
6.4.2	Rentabilidad sobre fondos propios	119
6.5	Depositarios de IIC	120
7.	Prestación de servicios de inversión	121
7.1	Entidades de crédito	122
7.1.1	Autorización y registro	122
7.1.2	Actividad en valores de las entidades de crédito	122
7.2	Sociedades y agencias de valores	124
7.2.1	Rentabilidad y solvencia del sector	126
7.2.2	Sociedades de valores	129
7.2.3	Agencias de valores	132
7.3	Sociedades gestoras de cartera (SGC)	134
8.	Entidades de capital-riesgo	137
8.1	Entidades de capital-riesgo registradas en la CNMV	137
IV	La regulación y supervisión de los mercados de valores	139
9.	Información financiera y de gobierno corporativo de los emisores	141
9.1	Información financiera	141
9.1.1	Información de auditorías y cuentas anuales: actuaciones y estadísticas	141
9.1.2	Información periódica semestral y trimestral: actuaciones y estadísticas	146
9.1.3	Novedades regulatorias derivadas de la Directiva de Transparencia	147
9.2	Información sobre la estructura accionarial: actuaciones y estadísticas	149
9.2.1	Comunicaciones incorporadas a los registros oficiales de la CNMV en el año 2007	149
9.2.2	Retrasos en las comunicaciones recibidas y actuaciones realizadas	152
9.2.3	Novedades regulatorias derivadas de la Directiva de Transparencia	153
9.3	Gobierno Corporativo	154
9.3.1	Aspectos más significativos de la estructura de gobierno de las empresas	155
9.3.2	Constitución y composición del Comité de Auditoría	159
9.3.3	Normativa interna de las sociedades (Reglamentos)	160
9.3.4	Novedades regulatorias: aplicación del Código Unificado y nuevo modelo de IAGC	161
9.4	Hechos relevantes y otras comunicaciones recibidas en la CNMV	161

10.	Supervisión de los mercados	163
10.1	Actuaciones destacadas de la CNMV en los distintos mercados	164
10.1.1	Renta variable	164
10.1.2	Renta fija	170
10.1.3	Productos derivados	171
10.1.4	Registro, contrapartida, compensación y liquidación	173
10.2	Unidad de Vigilancia de Mercados	173
10.3	Supervisión de las ofertas públicas de adquisición	175
10.3.1	La nueva regulación	175
10.3.2	Supervisión de las opas	177
11.	Supervisión de entidades	181
11.1	Supervisión de las normas de conducta en la prestación de servicios financieros	183
11.1.1	Supervisión de las normas de conducta en la prestación de servicios financieros por entidades de crédito	185
11.1.2	Supervisión de las normas de conducta en la prestación de servicios financieros por empresas de servicios de inversión	186
11.2	Supervisión prudencial de las empresas de servicios de inversión (ESI)	187
11.2.1	Supervisión de la solvencia	190
11.3	Supervisión de las instituciones de inversión colectiva	192
11.3.1	Supervisión de requisitos prudenciales de las IIC y sus gestoras (SGIIC)	194
11.3.2	Gobierno corporativo, medios, procedimientos, control interno y conflictos de interés	195
11.3.3	Información a inversores	198
11.3.4	Supervisión de gestoras de IICIL e IIC de IICIL	198
11.3.5	Supervisión de los depositarios de IIC	199
11.3.6	Supervisión de las IIC inmobiliarias	199
11.4	Supervisión de las entidades de capital-riesgo	200
11.5	Supervisión de las sociedades gestoras de fondos de titulización	200
11.6	Colaboración en la prevención del blanqueo de capitales	200
12.	Atención al inversor	203
12.1	Nuevo entorno normativo en la protección al inversor	203
12.2	Oficina de Atención al Inversor	204
12.2.1	Consultas	205
12.2.2	Reclamaciones	208
12.2.3	Denuncias	213
12.3	Formación e información al inversor	214
12.3.1	Plan Banco de España – CNMV de formación financiera	215
12.3.2	Actividades divulgativas	216
12.3.3	El Rincón del Inversor en la web de la CNMV	219
12.3.4	Cooperación internacional	220
12.4	Publicidad de productos y servicios de inversión	220
12.5	Fondo de Garantía de Inversiones	221
13.	Actuaciones disciplinarias	223
13.1	Expedientes sancionadores	223
13.1.1	Estadísticas	223
13.1.2	Registro público de sanciones por infracciones graves o muy graves	225
13.1.3	Criterios de interés	227
13.2	Novedades introducidas por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, en relación con las infracciones y sanciones de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores	231
13.3	Servicio contencioso: revisión judicial de resoluciones sancionadoras y otras actuaciones ante los órganos jurisdiccionales	233
13.4	Advertencias sobre entidades no autorizadas	234
14.	Actividades internacionales	237
14.1	Introducción	237
14.2	Comité Europeo de Reguladores de Valores	238
14.3	Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO)	243
14.4	Foros internacionales intersectoriales	246
14.5	Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores –IIMV-	248
14.6	Otros foros y actividades	249

V	CNMV: aspectos organizativos, económicos e institucionales	253
15.	Organización	255
15.1	Recursos humanos	255
15.2	Plan de continuidad de las actividades	256
15.3	Sistemas de información	257
16.	Gestión económica	261
16.1	Ingresos y gastos	261
16.2	Estructura de tasas	261
17.	Agencia Nacional de Codificación de Valores	263
18.	Comité Consultivo de la CNMV	265
18.1	Introducción	265
18.2	Actuaciones del Comité durante 2007	266
VI	Informe del Órgano de Control Interno	273
VII	Cuentas de la CNMV	279
Anexos		287
Anexos estadísticos		289
	Anexos estadísticos I	289
	Anexos estadísticos II	293
	Anexos estadísticos III	317
	Anexos estadísticos IV	327
Anexos legislativos		339
Anexos organización CNMV		361

Índice de recuadros

La crisis hipotecaria y financiera: origen e impacto en los mercados	26
La titulización en España en el ejercicio 2007	77
Retos de la compensación y liquidación de valores	91
Recomendaciones de la CNMV a los agentes que intervienen en la valoración de activos inmobiliarios de sociedades cotizadas	148
Circular 2/2007, de 19 de diciembre, de la CNMV sobre comunicaciones de participaciones significativas y autocartera	153
Nuevo régimen de solvencia de las sociedades gestoras de carteras	189
Transposición de la DAC II. Supervisión de la solvencia de ESI	191
Supervisión de la imputación de la retrocesión de comisiones	193
La educación financiera	214
Política supervisora de la CNMV	163
La iniciativa Contra el Abuso del Mercado (ICAM)	165
Circular c/2007, de 19 de diciembre, sobre los contratos de liquidez a los efectos de su aceptación como práctica de mercado	165
Criterios sobre operaciones de colocación o compra de grandes paquetes accionariales	165
Contenidos pendientes de la ICAM	165
Transposición de la MiFID y reforma de la LMV en lo referente a los mercados secundarios	167
Convergencia de las Normas Internacionales de Información Financiera	239
La revisión del sistema Lamfalussy	250
Plan de Actividades de la CNMV 2007/2008: revisión y actualización	258

Índice de cuadros

1.1	Los mercados de renta variable: índices y rentabilidad	35
1.2	Indicadores de la economía española	39
1.3	Adquisición neta de pasivos financieros de las empresas no financieras	40
1.4	Adquisición neta de activos financieros del sector no residente	42
1.5	Adquisición neta de activos financieros de los hogares	43
1.6	Rentabilidad de los índices del mercado bursátil español	46
1.7	Remuneración a los accionistas	47
2.1	Capitalización de la renta variable en las bolsas españolas	54
2.2	Nº de sociedades cotizadas y capitalización por sectores	55
2.3	Concentración de la capitalización de la renta variable	55
2.4	Capitalización y contratación de las principales bolsas internacionales	56
2.5	Sociedades cotizadas en las bolsas españolas	57
2.6	Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta	58
2.7	Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta: importe efectivo	58
2.8	Contratación de la renta variable	59
2.9	Contratación según modalidades en el mercado continuo	60
2.10	Concentración de la contratación de la renta variable en las bolsas españolas	60
2.11	Crédito para venta de valores y préstamo de valores	62
2.12	Crédito para compra de valores	62
2.13	Ofertas públicas de adquisición de valores	63
2.14	Sociedades cotizadas en Latibex por países	66
3.1	Emisiones brutas y saldos vivos: distribución por emisores	70
3.2	Contratación de deuda del Estado. Conjunto del mercado	72
3.3	Emisiones brutas registradas en la CNMV: detalle por instrumentos	75
3.4	Emisores, emisiones y saldo vivo de renta fija en AIAF	75
3.5	Emisores, emisiones y saldo vivo de renta fija en bolsa	76
3.6	Emisiones brutas de renta fija privada de emisores españoles en el exterior	79
3.7	Contratación total en AIAF	79
3.8	Contratación de renta fija en las bolsas	80
4.1	Entidades participantes en Iberclear	84
4.2	Iberclear-CADE. Actividades de registro	84
4.3	Iberclear-CADE. Número de operaciones liquidadas	85
4.4	Iberclear-CADE. Importe de las operaciones liquidadas	85
4.5	Iberclear SCLV. Actividad de registro	86
4.6	Iberclear SCLV. Operaciones liquidadas	86
4.7	Evolución de la actividad en Meffclear	92
5.1	Negociación en los mercados de derivados financieros en España	93
5.2	Negociación en los mercados de derivados financieros europeos	94
5.3	Negociación de futuros y opciones sobre acciones individuales de MEFF RV	95
5.4	Número de miembros en MEFF	96
5.5	Emisiones de warrants registradas en la CNMV	98
5.6	Emisiones de certificados registradas en la CNMV	99
5.7	Contratación de warrants en el mercado continuo	100
5.8	Contratación de certificados en el mercado continuo	100
5.9	Emisiones de contratos de compra/venta de opciones registrados en la CNMV	101
5.10	Número de miembros en MFAO	102
6.1	Altas y bajas en el registro de entidades en 2007	109
6.2	Participaciones significativas de las gestoras de IIC	112
6.3	Distribución del patrimonio de las sociedades de inversión	114

6.4	IIC extranjeras comercializadas en España	115
6.5	Las 10 principales comercializadoras de IIC extranjeras en España	116
6.6	SGIIC. Número de sociedades y patrimonio gestionado o asesorado	118
6.7	Sociedades gestoras de IIC: cuenta de pérdidas y ganancias	119
6.8	Resultados antes de impuestos, ROE y nº de entidades en pérdidas	120
7.1	Ingresos de las entidades de crédito (EC) por la prestación de servicios de valores y la comercialización de productos financieros no bancarios	123
7.2	Comisiones percibidas por servicios de inversión. 2007	124
7.3	Valores depositados en las entidades de crédito a 31/12	124
7.4	Altas y bajas en el registro de entidades	125
7.5	Entidades en pérdidas: número e importe	128
7.6	Cuenta de pérdidas y ganancias de las sociedades de valores	130
7.7	Cuenta de pérdidas y ganancias de las agencias de valores	133
7.8	Patrimonio gestionado por las SGC	134
7.9	Cuenta de pérdidas y ganancias de las SGC	135
8.1	Altas y bajas en el registro de ECR en 2007	138
9.1	Resumen de las auditorías de entidades emisoras recibidas en la CNMV	143
9.2	Derechos de opción vigentes a 31/12/2007	150
9.3	Comunicaciones de autocartera en 2007	151
9.4	Operaciones con partes vinculadas de las sociedades cotizadas	156
9.5	Hechos relevantes y otras comunicaciones recibidas en la CNMV	162
10.1	Resumen de la actividad supervisora de mercados. 2007	163
10.2	Suspensiones temporales de cotización en bolsa	168
10.3	Actuaciones de la Unidad de Vigilancia de Mercados	174
11.1	Síntesis de incidencias detectadas en entidades que prestan servicios de inversión	182
11.2	Supervisión de ESI: requerimientos remitidos por la CNMV en 2007	188
11.3	Margen de cobertura de los recursos propios de las ESI sobre el coeficiente de solvencia	188
11.4	Supervisión de las IIC: requerimientos remitidos por la CNMV en 2007	194
12.1	Total de expedientes tramitados por la OAI	204
12.2	Distribución por canal de recepción de las consultas atendidas en 2007	205
12.3	Distribución comparada de las reclamaciones según tipo de resolución	209
12.4	Tipo de entidades contra las que se dirigen las reclamaciones y tipo de resolución en 2007	209
12.5	Distribución por materia de reclamaciones resueltas en 2007	210
12.6	Denuncias realizadas en 2007	214
12.7	Fichas y guías del Inversor: número de acuerdos de colaboración y ejemplares distribuidos	218
12.8	Revisión de las campañas publicitarias por la CNMV	221
12.9	Evolución del número de entidades adheridas	221
13.1	Expedientes abiertos y concluidos en 2007	224
13.2	Infracciones contempladas en los expedientes sancionadores	224
13.3	Sanciones impuestas	225
13.4	Número de infracciones de cada tipo en los expedientes sancionadores	225
13.5	Procedimientos en los que ha intervenido la CNMV en 2007	234
14.1	Asistencia a reuniones internacionales y asistencias técnicas	237
15.1	Plantilla de la CNMV. Composición por categorías profesionales	255
15.2	Distribución del personal entre las direcciones de la CNMV	255
16.1	Ingresos por tasas en la CNMV	262
17.1	Número de valores y otros instrumentos financieros codificados	264
17.2	Consultas atendidas directamente por la ANCV	264
18.1	Tipo de expedientes sometidos a la opinión del Comité Consultivo	266

Índice de gráficos

1.1	Tasas de crecimiento anual del PIB	23
1.2	Índices de precios de materias primas	24
1.3	Tipos de intervención de los bancos centrales	25
1.4	Tipo de cambio del euro frente al dólar y el yen	25
1.5	Tipos de interés de la deuda a largo plazo	30
1.6	Volatilidad en el mercado de renta fija	31
1.7	Prima de riesgo de crédito de la deuda privada (BBB-AAA)	32
1.8	Evolución de los principales índices bursátiles internacionales	32
1.9	Volatilidad en el mercado de renta variable	33
1.10	Evolución de los índices bursátiles sectoriales internacionales	34
1.11	Productos derivados: valor notional de las posiciones abiertas	36
1.12	Mercado de la vivienda en EEUU	37
1.13	Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la economía española	41
1.14	Activos financieros españoles del sector no residente	42
1.15	Activos financieros españoles de los hogares	44
1.16	Rentabilidad de la deuda a largo plazo	44
1.17	Evolución del Ibex 35 y de su volatilidad implícita	46
1.18	Rentabilidad sectorial (Bolsa de Madrid)	47
1.19	Evolución de los dividendos de las empresas pertenecientes al Ibex 35	48
1.20	Mercado español de la vivienda. Producción y precios	49
2.1	Liquidez en el mercado continuo	61
2.2	Evolución del FTSE Latibex All Share	65
3.1	Evolución de la emisión de valores de renta fija en España	70
3.2	Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo	73
3.3	Evolución de las emisiones de titulización registradas en la CNMV	77
3.4	Tipos de interés de pagarés, depósitos interbancarios y repos a tres meses	81
3.5	Rentabilidad de la renta fija a largo plazo: deuda privada y pública	81
6.1	Evolución del patrimonio de los fondos de inversión en España y en Europa	106
6.2	Distribución y rentabilidades de los fondos de inversión mobiliarios	107
6.3	Suscripciones netas y rentabilidad de los fondos de inversión mobiliarios	108
6.4	Comisiones de comercialización de fondos de las SGIC	113
6.5	Patrimonio y peso de las IIC extranjeras comercializadas en España	117
6.6	Sociedades Gestoras de IIC: patrimonio gestionado y resultados	118
7.1	ROE antes de impuestos de las sociedades y agencias de valores	127
7.2	Frecuencia de los resultados antes de impuestos de las sociedades y agencias de valores	127
7.3	Resultados y recursos propios de las sociedades y agencias de valores	128
7.4	Margen de cobertura sobre los recursos propios exigibles	129
7.5	Sociedades de valores miembros de bolsa: volumen mediado y comisión efectiva media en renta variable nacional	131
7.6	Sociedades de valores miembros de bolsa: ingresos y volúmenes de colocación y aseguramiento de emisiones	131
7.7	Patrimonio gestionado, comisiones percibidas y resultados antes de impuestos de las SGC	135
9.1	Opiniones de los informes de auditoría de las cuentas anuales (% sobre total)	142
9.2	Tipología de salvedades	142
9.3	Motivos de los requerimientos	144
9.4	Comunicaciones registradas	149
9.5	Comparativa trimestral de retrasos sobre las comunicaciones incorporadas	152
12.1	Materias objeto de consulta en 2007	206

Índice de anexos

Anexos estadísticos	289
Anexos estadísticos I	289
I.1 Indicadores de la economía internacional	289
I.2 Composición del activo financiero de los hogares	290
I.3 Composición del activo financiero de los no residentes	290
I.4 Saldo de la deuda pública por tenedores	291
I.5 Resultados antes de impuestos de las sociedades admitidas en el mercado continuo	291
I.6 Rendimientos sobre activos y sobre patrimonio de las sociedades admitidas en el mercado continuo	292
Anexos estadísticos II	293
II.1 Ampliaciones de capital y salidas a bolsa mediante OPV, OPS u operaciones combinadas	293
II.2 Sociedades excluidas de cotización bursátil en 2007	296
II.3 Evolución de los índices sectoriales de la Bolsa de Madrid y Bolsa de Barcelona	297
II.4 Concentración sectorial de la capitalización	298
II.5 Porcentaje de la capitalización por sectores y mayores empresas respecto al conjunto del mercado	299
II.6 Capitalización y contratación de las sociedades pertenecientes al Ibex 35	301
II.7 Datos de mercado de las empresas pertenecientes al Ibex 35	302
II.8 Ofertas públicas de adquisición de valores autorizadas en 2007	303
II.9 Sociedades cotizadas en Latibex por sectores	304
II.10 Fondos de inversión cotizados en la bolsa española	305
II.11 Emisiones brutas de las Administraciones Públicas	306
II.12 Emisiones netas de las Administraciones Públicas	306
II.13 Contratación de deuda del Estado entre titulares de cuenta. Operaciones a vencimiento, con pacto de recompra y simultáneas	307
II.14 Contratación de Letras del Tesoro entre titulares de cuenta. Distribución por tipo de contratación	307
II.15 Contratación de obligaciones y bonos del Estado entre titulares de cuenta. Distribución por tipo de contratación	308
II.16 Contratación de deuda del Estado entre titulares y terceros. Operaciones a vencimiento, con pacto de recompra y simultáneas	309
II.17 Número de emisores y emisiones registradas en la CNMV: detalle por instrumentos	309
II.18 Principales emisores de renta fija en 2007	310
II.19 Principales emisores de renta fija en 2007. Detalle por instrumentos	311
II.20 Emisores de pagarés: mayores saldos vivos a 31 de diciembre de 2007	312
II.21 Principales emisores de bonos de titulización en 2007	313
II.22 Emisiones de titulización emitidas, por naturaleza del activo titulado	315
II.23 Contratación en AIAF por cuenta propia	316
Anexos estadísticos III	317
III.1 Número, partícipes, patrimonio y descomposición de la variación patrimonial de los fondos de inversión mobiliarios e inmobiliarios	317
III.2 Cartera de los fondos: peso en el saldo vivo de valores españoles	319
III.3 Gastos repercutidos a los fondos de inversión de carácter financiero (excepto ETF y fondos de inversión libre)	319
III.4 Gastos repercutidos a los ETF	319
III.5 Gastos repercutidos a los fondos de inversión libre	320
III.6 Distribución del patrimonio de los fondos de inversión	320

III.7	Evolución de las rentabilidades y las suscripciones netas de los fondos de inversión	321
III.8	Sociedades gestoras de IIC (SGIIC): altas y bajas en 2007	322
III.9	ESI extranjeras con pasaporte comunitario: Estado miembro de origen	323
III.10	Sociedades y agencias de valores y sociedades gestoras de cartera. Altas y bajas	324
III.11	Cambios de control en sociedades y agencias de valores y sociedades gestoras de cartera. 2007	325
III.12	ESI españolas con pasaporte comunitario. Estado miembro de acogida	325
III.13	Entidades de crédito extranjeras con pasaporte comunitario para prestar servicios de inversión a 31 de diciembre de 2007. Estado miembro de origen	326
Anexos estadísticos IV		327
IV.1	Número de accionistas de las sociedades del Ibex 35 con participación significativa	327
IV.2	Resolución de expedientes sancionadores en 2007	328
IV.3	Relación de sentencias recaídas en recursos contencioso-administrativos (R.C.A.) durante 2007 contra resoluciones en materia de sanciones	329
IV.4	Advertencias al público sobre entidades no registradas	331
Anexos legislativos		339
A.	Legislación española	339
A.1	Normas sobre los mercados de valores	339
A.2	Otras normas españolas con incidencia en los mercados de valores	354
B.	Legislación europea	357
Anexos sobre la organización de la CNMV		361
Composición del Consejo de la CNMV		361
Composición del Comité Ejecutivo de la CNMV		361
Composición del Comité Consultivo de la CNMV		362
Direcciones de la CNMV		364

I Marco económico y financiero

En este capítulo se analizan las principales características del contexto económico y financiero en el que se desarrollaron las actividades de los mercados de valores en 2007. Su objeto no es tanto proporcionar una descripción detallada de la evolución de la economía mundial, europea o española, como recordar aquellos aspectos necesarios para que el lector analice con perspectiva los siguientes capítulos.

La economía mundial experimentó un crecimiento apreciable en 2007, a pesar de que su evolución se vio afectada por factores negativos de considerable entidad a lo largo del año, entre los que destacó, a partir del verano, el deterioro de las condiciones financieras a consecuencia de la crisis de las hipotecas de alto riesgo norteamericanas. En los países industrializados se produjo una moderada desaceleración de la economía. Los países con mercados emergentes mostraron, sin embargo, una resistencia mayor que la esperada ante el deterioro del entorno financiero y siguieron expandiéndose con vigor. Por su parte, la economía española continuó creciendo por encima de la media europea, pero la desaceleración del sector inmobiliario y, a partir de agosto, la adversa evolución de los mercados financieros alimentaron una trayectoria de crecimiento más atenuada a medida que avanzaba el ejercicio.

Como ha ocurrido en otras situaciones de dificultad de los mercados financieros, la crisis de las hipotecas de alto riesgo norteamericana provocó una reevaluación del riesgo de los activos financieros profunda y generalizada y dio lugar a episodios de turbulencia en los mercados de gran intensidad. Sin embargo, el elemento más característico de la crisis iniciada en 2007 radica en su impacto en los mercados relevantes para la financiación de las entidades de crédito, donde la liquidez se contrajo de modo drástico debido a la incertidumbre sobre la exposición del sector a los instrumentos afectados por la crisis hipotecaria norteamericana. La nacionalización del banco británico Northern Rock y la adquisición del banco de inversión norteamericano Bearn Sterns por JPMorgan Chase, producidas ya en 2008, evidencian la severidad de estos problemas para algunas entidades financieras.

El empeoramiento de las condiciones financieras se dejó sentir especialmente en las emisiones de renta fija de las entidades financieras, las de mayor peso dentro de los mercados de deuda privada. Tanto las colocaciones de mercado primario como las transacciones de mercado secundario disminuyeron de modo notable. Los mercados internacionales de renta variable mantuvieron, en general, una elevada liquidez durante todo el año. Tras un primer semestre predominantemente alcista, entraron posteriormente en una fase de elevada volatilidad, con frecuentes episodios de turbulencia. Las pérdidas se concentraron inicialmente en el sector financiero, pero posteriormente se generalizaron. Los índices cerraron el año con moderadas ganancias en la mayoría de los países industrializados, pero las rentabilidades siguieron siendo elevadas en los mercados emergentes.

En España, las emisiones de renta fija del sector financiero volvieron a crecer de modo notable, aunque se advirtió una moderación sustancial de la actividad emisora durante el último trimestre. En el segmento de bonos de titulización, ante las dificultades de colocación, la mayor parte de las emisiones fueron suscritas por el propio cedente. Con ello, las entidades se dotaron de un volumen mayor de activos susceptibles de ser enajenados en el mercado o de ser utilizados como garantía en las operaciones de liquidez con el Eurosistema. Las bolsas siguieron, en líneas generales, la misma pauta que en los mercados de los países industrializados. El Ibex 35 cerró el año con una ganancia sustancialmente menor que en ejercicios anteriores, en un contexto de mayor volatilidad. Las turbulencias que afectaron al mercado a partir de agosto comportaron severas correcciones para las entidades financieras y el sector inmobiliario, pero también en el caso español tendieron a generalizarse en los meses de enero y febrero de 2008.

Los actuales problemas de liquidez en los mercados financieros y la evolución de la economía norteamericana constituyen los principales factores de riesgo del escenario internacional para la economía y los mercados financieros españoles durante los próximos meses. Entre los factores de riesgo nacionales, el más importante es, posiblemente, la evolución del sector inmobiliario. España parte, sin embargo, de una situación favorable para afrontar estos riesgos, gracias al saneamiento de las cuentas públicas, que concede al sector público un margen de maniobra ante hipotéticos escenarios negativos del entorno internacional, y a la elevada solvencia de las entidades financieras.

1.1 Marco económico y financiero internacional

1.1.1 Evolución de la economía internacional

La economía mundial continuó creciendo de modo considerable en 2007, aunque se vio afectada por factores negativos de notable entidad, como el fuerte aumento de los precios de la energía y los alimentos, el profundo ajuste del sector inmobiliario en Estados Unidos o el deterioro de las condiciones financieras generado por la crisis de las hipotecas *subprime* en dicho país. De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, la economía creció a escala global un 4,9%, una décima menos que el año anterior. Las principales economías industrializadas acusaron de manera especial las dificultades mencionadas y experimentaron una moderada desaceleración en su mayor parte. Las economías en desarrollo de Asia y América Latina resistieron las dificultades mejor que en otras ocasiones y volvieron a crecer a tasas muy elevadas.

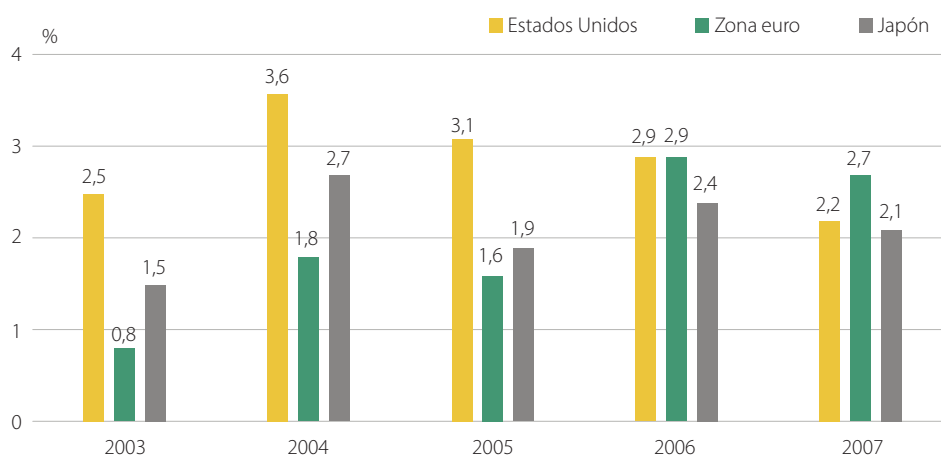
Estados Unidos creció un 2,2%, siete décimas menos que en 2006. La contribución de la demanda interna al crecimiento fue significativamente menor que el año anterior como consecuencia de un drástico descenso de la inversión residencial y de un comportamiento menos expansivo del consumo y de la inversión privada no residencial. La depreciación del dólar favoreció una mejora del sector exterior, aunque el déficit de la balanza comercial siguió siendo muy elevado. La evolución de la economía norteamericana a lo largo del ejercicio fue irregular. Tras un primer trimestre de débil crecimiento que sugería una intensificación de la desaceleración observada durante el año anterior, en los dos siguientes se produjeron aumentos del PIB por encima de lo previsto, gracias al buen comportamiento del sector industrial y a la mejora del sector exterior. El cuarto trimestre arrojó un crecimiento interanual todavía notable, en torno al 2,5%, pero el impacto de la crisis de las hipotecas de alto

riesgo se hizo patente en el empeoramiento de diversos indicadores de confianza, entre ellos los de consumo y construcción, y en un incipiente debilitamiento del mercado laboral.

Japón creció un 2,1%, tres décimas menos que el año anterior. El menor crecimiento de esta economía se produjo como consecuencia de una reducción en la actividad inversora, insuficientemente compensada por un comportamiento algo más expansivo del consumo y del sector exterior. La trayectoria de la economía japonesa durante el ejercicio también fue irregular. Tras crecer en tasa interanual un 3% durante el primer trimestre, en los dos siguientes se produjo una significativa desaceleración, seguida de un ligero repunte en el cuarto. No obstante, durante este último trimestre, los indicadores de confianza de consumidores y empresarios ya reflejaban una percepción menos favorable del momento económico.

Tasas de crecimiento anual del PIB

GRÁFICO 1.1



Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda.

Como se ha indicado, las economías emergentes siguieron comportándose de forma muy dinámica. En Latinoamérica, la región mantuvo tasas de crecimiento anual por encima del 5% durante los tres primeros trimestres del año, con una línea ascendente que culminó en una tasa de variación del 5,8% durante el tercer trimestre. El sector exterior siguió contribuyendo al crecimiento gracias al aumento de los precios de los productos de exportación, aunque la demanda interna fue el componente más dinámico en todos los países. En Asia, destacó una vez más la economía china, que creció un 11,4%, tres décimas más que el año anterior. Tanto la demanda interna como el sector exterior contribuyeron a esta vigorosa expansión. El superávit de la balanza comercial se incrementó en un 47,4%. Durante el último trimestre, la economía china también se vio afectada por la desaceleración de la economía internacional, aunque de forma más moderada que los países occidentales.

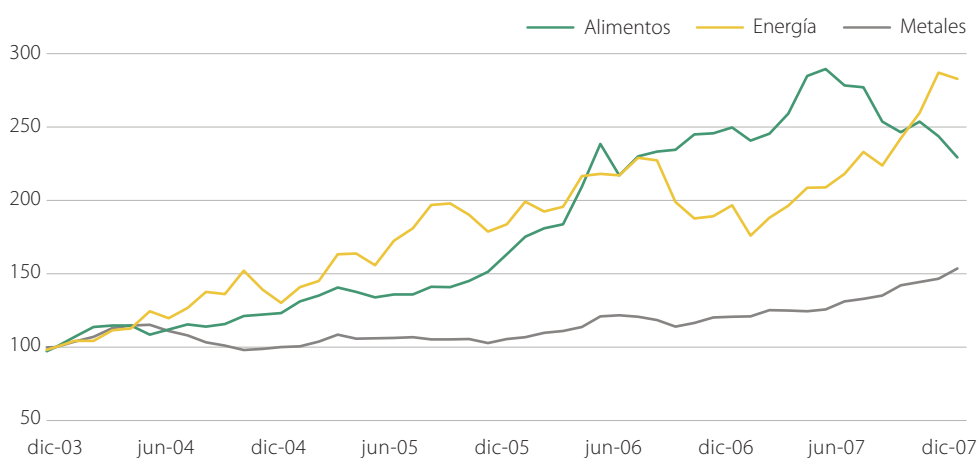
La zona euro creció un 2,7%, dos décimas menos que en 2006. Dentro de una pauta generalizada de desaceleración moderada respecto al año anterior, las principales economías del área crecieron con distinta intensidad. Así, mientras que España, con una trayectoria expansiva de considerable duración, creció un 3,8%, Francia e Italia, con un historial más débil durante los últimos años, lo hicieron por debajo del 2%. La economía alemana, que había dado muestras de una sólida recuperación en 2006, creció un 2,6%, cinco décimas menos que en dicho ejercicio. Con carácter general,

la demanda interna siguió mostrándose sólida y volvió a ser el principal motor del crecimiento en la zona. El sector exterior contribuyó en mayor medida a la expansión de la economía y la balanza comercial se mantuvo en equilibrio. Las cuentas públicas experimentaron una generalizada mejoría. Debe señalarse que la desaceleración de la economía se produjo de manera sostenida a lo largo del ejercicio en todos los países mencionados, salvo en Francia, donde los trimestres con mayor dinamismo fueron los dos últimos.

En 2007 se produjo un aumento de la inflación en numerosos países, alimentado por la evolución de los precios de la energía y los alimentos, principalmente. El aumento de los precios al consumo fue especialmente significativo en Estados Unidos, donde la tasa media de inflación interanual del último trimestre del año pasó del 1,9% en 2006 al 4% en 2007. En la zona euro, dicha tasa pasó del 1,8% al 3,1%, mientras que en Japón se mantuvo en un nivel reducido, a pesar de su ligero aumento. China y otros países en vías de desarrollo también soportaron tensiones inflacionistas, en este caso propiciadas, además, por el fuerte crecimiento de la economía. Los precios de la energía aumentaron durante la mayor parte del año, aunque con mayor intensidad durante el segundo semestre, a pesar de que ya podía preverse una moderación de la demanda. El precio en dólares del barril *brent* se incrementó un 58% durante el ejercicio. El precio de las materias primas alimenticias mantiene una trayectoria ascendente desde finales de 2005, habiendo aumentado más de un 50% desde entonces a causa de las adversas condiciones meteorológicas y del incremento de la demanda para usos no alimenticios, principalmente. En 2007, el aumento fue del 33%. En contraste con la energía y los alimentos, la moderación de la demanda propició una corrección a la baja en el precio de los metales.

Índices de precios de materias primas¹

GRÁFICO 1.2



Fuente: Datastream.

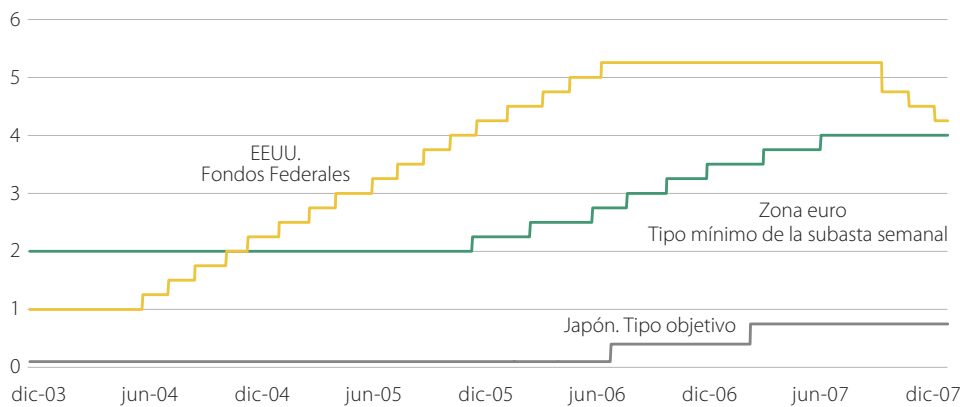
1. Base 100: diciembre 2003.

El temor al repunte de la inflación marcó la orientación de la política monetaria durante el primer semestre del año, incluso en Estados Unidos, donde el ajuste del mercado inmobiliario generaba incertidumbre sobre el crecimiento económico. Durante este periodo, la Reserva Federal norteamericana mantuvo en el 5,25% su tipo de interés de intervención, mientras que el Banco Central Europeo lo aumentó en marzo un cuarto de punto, situándolo en el 4%. A partir de agosto, el comienzo de la crisis de las hipotecas *subprime* condicionó la actuación de los bancos centrales y, en el caso de la Reserva Federal, modificó claramente sus prioridades.

Tanto ésta como el Banco Central Europeo incrementaron la frecuencia y la variedad de los plazos de sus operaciones de inyección de liquidez. La Reserva Federal optó, además, por reducir el tipo de interés oficial entre agosto y diciembre, situándolo en el 4,25%. Ya en enero de 2008, la Reserva Federal realizó dos nuevos recortes en momentos de turbulencias especialmente intensas en los mercados financieros hasta dejarlo en un 3%. En cambio, el Banco Central Europeo resaltó en varias ocasiones los riesgos inflacionistas y optó por mantener su tipo de interés oficial.

Tipos de intervención de los bancos centrales

GRÁFICO 1.3

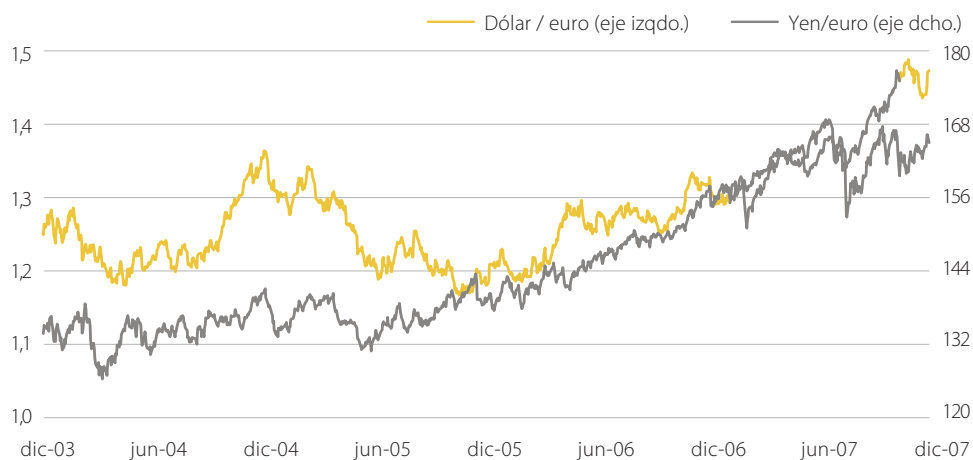


Fuente: Datastream.

El euro se apreció significativamente frente a las principales divisas internacionales por segundo año consecutivo. Al cierre del ejercicio, el tipo de cambio dólar/euro había aumentado un 11,8% desde finales de 2006 y un 24,8% desde finales de 2005. El elevado déficit comercial norteamericano y unas expectativas sobre la evolución a medio plazo de la economía más favorables para la zona euro han propiciado la revalorización de la moneda europea frente a la norteamericana. La trayectoria alcista del tipo de cambio dólar/euro se ha mantenido durante los primeros dos meses de 2008, ahora alimentada también por un diferencial de los tipos de interés a corto

Tipo de cambio del euro frente al dólar y el yen

GRÁFICO 1.4



Fuente: Datastream.

plazo favorable a la zona euro. La moneda europea también volvió a apreciarse frente al yen japonés, aunque de forma más moderada que en 2006. En cuanto al yen, en 2007 su tipo de cambio respecto al euro se incrementó un 5,1%. Desde finales de 2005, fue del 18,7%.

1.1.2 Evolución de los mercados financieros internacionales

El pasado ejercicio fue considerablemente más complicado que 2006 para los mercados financieros, particularmente en los países desarrollados. Durante la primera mitad del año, el rumbo alcista de los precios del petróleo, la incertidumbre sobre el crecimiento de la economía norteamericana y un flujo creciente de noticias negativas referidas al mercado hipotecario de ese país indujeron un sensible aumento de la volatilidad en los mercados de renta variable. En el segundo semestre, sobre todo a partir de agosto, la situación empeoró notablemente. La eclosión de la crisis del mercado de hipotecas de alto riesgo norteamericano y la incertidumbre sobre su impacto en las cuentas de las entidades financieras alimentaron un generalizado y sustancial aumento del riesgo percibido por los inversores. La evolución de los precios de los activos financieros se hizo más errática, con episodios de turbulencia en los mercados de renta variable y un aumento apreciable de la volatilidad en los mercados de deuda pública. En el mercado interbancario y en los mercados de deuda privada la actividad se redujo de modo sustancial, al tiempo que se constataba un fuerte aumento de los diferenciales respecto a las emisiones de deuda pública y de las primas negociadas en los mercados de derivados de crédito.

La crisis hipotecaria y financiera: origen e impacto en los mercados

El aumento de los impagos en el segmento *subprime* (o hipotecas de alto riesgo) en EE.UU. en los meses centrales de 2007 ha sido el origen de una etapa de fuertes turbulencias en los mercados financieros de ámbito internacional. La crisis se manifestó inicialmente en una pérdida de valor de los instrumentos relacionados con la titulización de los activos hipotecarios y, por tanto, en pérdidas cuantiosas en las entidades que invertían en ellos. Asimismo, las turbulencias ocasionaron revisiones significativas de las valoraciones otorgadas por las agencias de *rating* a determinados productos financieros estructurados y problemas de solvencia para las entidades aseguradoras del riesgo crediticio de estas emisiones (*monoline*). Los agentes pusieron en duda la calidad crediticia de los instrumentos derivados de la titulización de activos bancarios y mostraron desconfianza hacia las entidades financieras, dada la incertidumbre sobre el grado de exposición de las mismas a los productos financieros más afectados. Como consecuencia de ello se produjo una reducción drástica del volumen de contratación en los mercados interbancarios, de la liquidez en los mercados de renta fija (especialmente en el segmento de productos estructurados) y un aumento significativo de los *spreads* crediticios. Además, las turbulencias en los mercados financieros provocaron una reevaluación del riesgo de los instrumentos financieros. Las bolsas, que se habían mantenido relativamente firmes en 2007, experimentaron significativos retrocesos en las primeras semanas de 2008 y mostraron incrementos notables de su volatilidad.

Como se ha indicado, los principales bancos centrales respondieron con múltiples operaciones de inyección de liquidez en los mercados interbancarios y,

muchos de ellos, adoptaron un tono más expansivo de la política monetaria ante la posibilidad de que la inestabilidad financiera deteriorase el crecimiento económico. La depreciación del dólar frente a las principales divisas mundiales facilitó el tono expansivo de la política seguida por la Reserva Federal estadounidense, pero complicó el marco de ejecución de las políticas monetarias de las economías más dependientes de las importaciones denominadas en esta divisa.

Durante los primeros dos meses de 2008, el comportamiento de los mercados financieros ha sido desigual. Aún cuando se han apreciado en los mercados interbancarios algunas señales que apuntaban hacia una cierta normalización, como la moderación del diferencial entre los tipos de interés de los depósitos no transferibles y los correspondientes a las operaciones simultáneas, en los mercados de productos estructurados la actividad se mantenía en niveles muy reducidos. Asimismo, las primas de riesgo de las emisiones internacionales de renta fija alcanzaban nuevos máximos desde el inicio de la crisis y los mercados de renta variable mantenían una volatilidad elevada. La persistencia de las dificultades financieras, junto con el deterioro avanzado por los indicadores de la economía real, propiciaron que la Reserva Federal y el Banco Central Europeo anunciaran en marzo nuevas operaciones de inyección de liquidez.

La valoración del impacto de la crisis sobre la economía española debe aproximarse desde dos vertientes, una directa y otra indirecta. Respecto a la primera, la escasa exposición de las entidades financieras y de los inversores institucionales a los productos respaldados por las hipotecas *subprime* hace que la repercusión por esta vía haya sido mínima. Sin embargo, la incertidumbre macroeconómica global y el endurecimiento de las condiciones generales de financiación de las entidades contribuirán a moderar más de lo previsto hace unos meses el consumo y la inversión domésticas, como se sugiere en las revisiones a la baja del crecimiento del PIB español para 2008. Los principales riesgos se concentran en las sociedades más apalancadas y expuestas al sector inmobiliario. La economía cuenta, no obstante, con importantes elementos de fortaleza. En particular, destaca la solidez patrimonial de las entidades de crédito españolas, apoyada en una elevada rentabilidad, en unos confortables niveles de solvencia y en unos niveles bajos de morosidad.

Por lo que respecta a la exposición de las entidades directamente supervisadas por la CNMV cabe hacer los siguientes comentarios:

- 1) En el ámbito de las instituciones de inversión colectiva, únicamente 14 productos (nueve fondos de inversión y cinco SICAV¹) tenían en su cartera activos afectados por la crisis hipotecaria americana, con un valor total que representaba el 0,0162% del patrimonio total de IIC en agosto de 2007. Estos fondos tenían inversiones en tres instituciones francesas donde los reembolsos fueron suspendidos transitoriamente al poseer en cartera bonos respaldados por hipotecas de alto riesgo. De las IIC españolas afectadas, sólo una se vio obligada a realizar reembolsos parciales² al

1. Sociedades de inversión de carácter financiero.

2. En los términos establecidos por el artículo 48.7 del Reglamento de IIC (RIIC).

tener invertido más del 5% del patrimonio en una IIC extranjera que suspendió las suscripciones y reembolsos-. En los casos en los que la inversión era inferior al 5%, la CNMV instó a las SGIIC a que publicasen un hecho relevante, garantizando la máxima transparencia a los partícipes, actuales y potenciales.

El análisis preliminar de la cartera de renta fija privada de los fondos de inversión, que es donde el volumen de productos potencialmente menos líquidos es mayor, revela que el porcentaje de patrimonio con escasa liquidez es relativamente modesto (algo superior al 6% en agosto de 2007), atendiendo a la frecuencia con que un difusor de información de referencia ofrece precios para dichos instrumentos. Esta escasa exposición general a instrumentos de difícil transferibilidad, junto con la elevada disponibilidad de activos muy líquidos, como depósitos y repos, que oscilan entre el 15% y el 18% del patrimonio total, permite al conjunto de las IIC españolas afrontar la situación actual de reducida liquidez general en los mercados de renta fija con un amplio margen de maniobra.

- 2) Las empresas de servicios de inversión (ESI) no se han visto afectadas de forma directa por la crisis debido a la ausencia de inversiones en instrumentos financieros ligados a dichas hipotecas en su cartera de negociación. Su actividad más característica continúa siendo la prestación de servicios de inversión, que es una actividad por cuenta ajena, y las comisiones asociadas a la tramitación de órdenes, principal fuente de ingresos, no se han resentido a raíz de las turbulencias financieras, por el momento. En todo caso, el adecuado funcionamiento de los sistemas de control de riesgos de las ESI cobra una especial relevancia en el actual contexto, sobre todo en materia de riesgo de crédito y riesgo de liquidez.

Actividades relacionadas con la evolución de los mercados

Las operaciones de fusión y adquisición han aumentado fuertemente durante los últimos años, propiciadas por las favorables condiciones de la economía y los mercados de financiación. Estas operaciones se realizan, generalmente, con un fuerte apalancamiento, por lo que cuentan con una destacada participación de la industria financiera en su diseño y financiación. En 2007, las fusiones y adquisiciones a escala global alcanzaron un máximo histórico de 4,4 billones de dólares, con un aumento del 16% respecto al año anterior. Sin embargo, la evolución de esta actividad no ha sido uniforme durante el año. Así, tras mantener un crecimiento elevado durante el primer semestre, la actividad se vio seriamente afectada por el aumento de la percepción de riesgo y las mayores dificultades de financiación en los mercados de crédito y deuda tras el verano, observándose una reducción en el número y en el importe de las operaciones.

Europa supuso más del 40% del importe de las operaciones de fusión y adquisición mundiales, con un incremento del 26% respecto al año anterior. Como ya sucediera en 2006, la actividad europea superó a la norteamericana. En cuanto a la distribu-

ción sectorial de las compañías objetivo, los sectores que concentraron mayores importes fueron el financiero, materiales y energía y electricidad.

Una parte importante de la financiación de las operaciones de fusión y adquisición procede del *private equity*, especialmente en Europa. Mientras que en Estados Unidos las inversiones de *private equity* se dirigen, principalmente hacia actividades de capital riesgo, en Europa se concentran sobre todo en las adquisiciones apalancadas (LBO)¹. No es extraño, por tanto, que el empeoramiento de las condiciones de financiación y el aumento de la percepción de riesgo hayan generado una situación menos favorable para este sector a partir del verano. Así lo sugiere, por ejemplo, el porcentaje de operaciones LBO en el total de fusiones y adquisiciones, que tras situarse en niveles cercanos o superiores al 20% durante 2006 y el primer semestre de 2007, cayó al 23% en el tercer trimestre y al 8% en el último, según datos de Dealogic.

La industria de *hedge funds* compite, en cierta medida, con la industria de *private equity*. A diferencia de ésta, que se concentra fundamentalmente en inversiones de renta variable, la primera ofrece una amplísima gama de estrategias que afectan a todo tipo de instrumentos financieros. Los datos sobre el tamaño del sector varían sustancialmente en función de la fuente, pero se coincide en señalar que los activos gestionados alcanzaron en 2007 un nuevo máximo, que Hedge Fund.net sitúa en 2,7 billones de dólares y LipperTass en 1,7 billones. Respecto a las rentabilidades del ejercicio, la comparación de los índices globales del sector, que se basan en combinaciones de estrategias, con los índices representativos de renta variable es generalmente favorable para los primeros, aunque no se evidencia una clara superioridad².

La crisis de las hipotecas *subprime* afectó de manera especialmente severa a los *hedge funds*. Su impacto no sólo se produjo a través de las inversiones directas en ABS³ y otras estructuras complejas, sino también a consecuencia de su elevado apalancamiento, que les hace especialmente sensibles a los incrementos de las primas de riesgo o liquidez. Para reducir rápidamente el apalancamiento o su exposición a los activos más directamente afectados por la crisis hipotecaria, muchos vehículos optaron por vender activos de forma masiva en agosto, incurriendo en fuertes pérdidas. Numerosos fondos, entre ellos algunos de gran tamaño, fueron liquidados.

Los acontecimientos del pasado año han vuelto a situar en un primer plano el debate sobre el impacto de los *hedge funds* en la generación de riesgo sistémico. Aproximadamente, el 20% del patrimonio del sector está invertido en activos de reducida liquidez. Los *hedge funds* se han convertido, además, en inversores destacados en el ámbito de los productos estructurados, como los CDO⁴ y los CLO⁵, severamente penalizados tras la crisis de agosto. Estas particularidades de su comportamiento inversor, junto con su elevado apalancamiento, resultan especialmente relevantes para sus contrapartidas en los mercados financieros. Por este motivo, el Foro de Estabilidad Financiera pidió en mayo del año pasado que las entidades financieras exijan a estos vehículos la información necesaria para garantizar una adecuada gestión del riesgo de contrapartida cuando entren en negociación con ellos. También se ha acusado al sector de haber contribuido a la intensificación de las ventas durante

1. *Leverage buyouts*.

2. Así por ejemplo, el índice HFR Global Hedge Fund aumentó un 4,2%, mientras que el índice Hennessee *Hedge Fund Index* lo hizo en un 11,6%.

3. *Asset Backed Securities*.

4. *Collateralized debt obligations*.

5. *Collateralized loan obligations*.

los periodos de turbulencia en los mercados, al comportarse de forma gregaria, sin mostrar la diversidad estratégica que se le atribuye.

Mercados monetarios

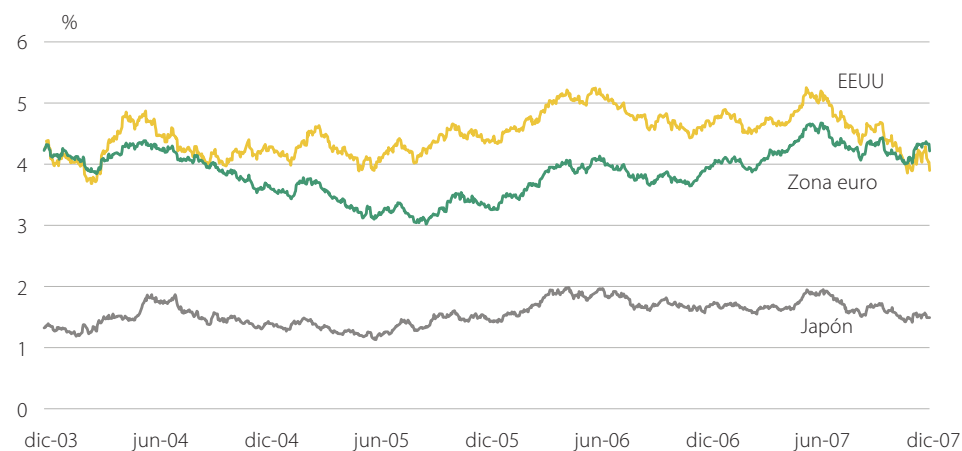
Los mercados monetarios se vieron particularmente afectados por la crisis de las hipotecas *subprime*. Hasta finales de julio, los tipos de interés a corto plazo norteamericanos se mantuvieron relativamente estables, mientras que los de la zona euro siguieron una trayectoria moderadamente ascendente, en consonancia con el tono de la política monetaria. El inicio de la crisis *subprime* provocó, a partir de agosto, una sustancial reducción de la liquidez en los mercados interbancarios, dando lugar a un fuerte incremento de los tipos de interés en los plazos más cortos tanto en Estados Unidos como en Europa. Los recortes de los tipos de interés oficiales de la Reserva Federal se trasladaron a los mercados monetarios en aquel país. En el caso europeo, las inyecciones de liquidez del Banco Central Europeo contribuyeron a moderar algo los tipos de interés interbancarios. No obstante, al cierre del ejercicio, el Euribor a un año se situó en el 4,7%, 72 pb más que en la misma fecha del año anterior, y la curva de tipos presentaba una pendiente positiva. En Estados Unidos, el tipo de interés a un año se situó en el 4,2%, un nivel similar al del inicio del ejercicio, mientras que la curva de tipos exhibía una pendiente claramente negativa. Como se ha indicado, los problemas de liquidez en los mercados interbancarios eran todavía patentes en los dos primeros meses de 2008, aunque ya se apreciaba una evolución más favorable en volúmenes y tipos de interés.

Mercados de deuda

Los mercados de deuda pública mantuvieron una elevada liquidez durante todo el año, si bien el comienzo de la crisis hipotecaria norteamericana propició un cambio de dirección en la evolución de las rentabilidades y un aumento de la volatilidad. Hasta finales de julio, las rentabilidades habían seguido una trayectoria predominantemente alcista tanto en Estados Unidos como en la zona euro y las curvas de tipos se habían desplazado con una pendiente relativamente plana. A partir de agos-

Tipos de interés de la deuda a largo plazo¹

GRÁFICO 1.5



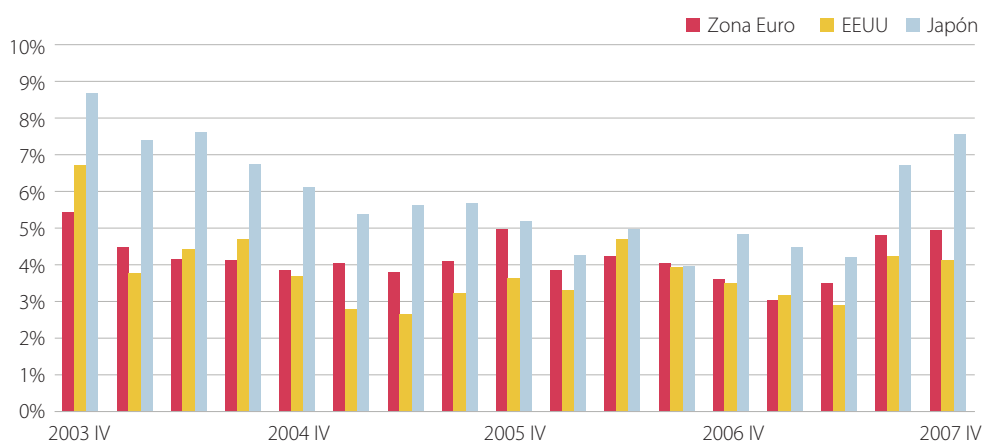
Fuente: Datastream.

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

to, las rentabilidades empezaron a descender en todos los plazos, pero de forma más acusada en los plazos cortos, reflejando expectativas menos optimistas sobre la evolución de la economía real en el futuro cercano. El cambio de tendencia fue particularmente acusado en los Estados Unidos. Al cierre del ejercicio, la rentabilidad del bono norteamericano a 10 años se situó en el 4,2%, con un descenso de 60 pb sobre el nivel correspondiente a la misma fecha del año anterior, mientras que la curva de tipos presentaba una pendiente claramente positiva. En cambio, el bono alemán del mismo plazo cerró el ejercicio con una rentabilidad del 4,4%, lo que supone un aumento de 46 pb sobre el cierre de 2006. La curva europea de rentabilidades exhibía al final del ejercicio una pendiente ligeramente positiva.

Volatilidad en el mercado de renta fija¹

GRÁFICO 1.6



Fuente: Datastream.

1. Promedio trimestral de volatilidades diarias (desviación típica de los últimos 20 días) anualizadas.

La crisis de las hipotecas norteamericanas de alto riesgo tuvo un mayor impacto sobre los mercados de deuda privada, donde el grueso de la actividad se concentra en las emisiones del sector financiero. Estos mercados habían experimentado un vigoroso crecimiento durante los últimos años, aunque desde 2006 se venía observando una desaceleración de la actividad emisora en los Estados Unidos. La crisis de agosto de 2007 acentuó la desaceleración en dicho país y la introdujo en los mercados de la zona euro, donde los saldos vivos habían continuado creciendo de modo apreciable hasta ese momento⁶.

La crisis hipotecaria norteamericana desencadenó un aumento de las primas de riesgo de crédito y un amplio proceso de revisión de las calificaciones crediticias, en unos casos explícitamente, por parte de las agencias de *rating*, y en otros de manera implícita, a través del mercado. Así, a partir de agosto, los emisores de deuda privada se encontraron con un sustancial aumento de los diferenciales de tipo de interés respecto a la deuda pública. La presión alcista fue particularmente severa para las emisiones de alto riesgo, pero también resultó considerable para las de calificación inferior dentro del denominado grado inversión (*investment grade*)⁷. Los pro-

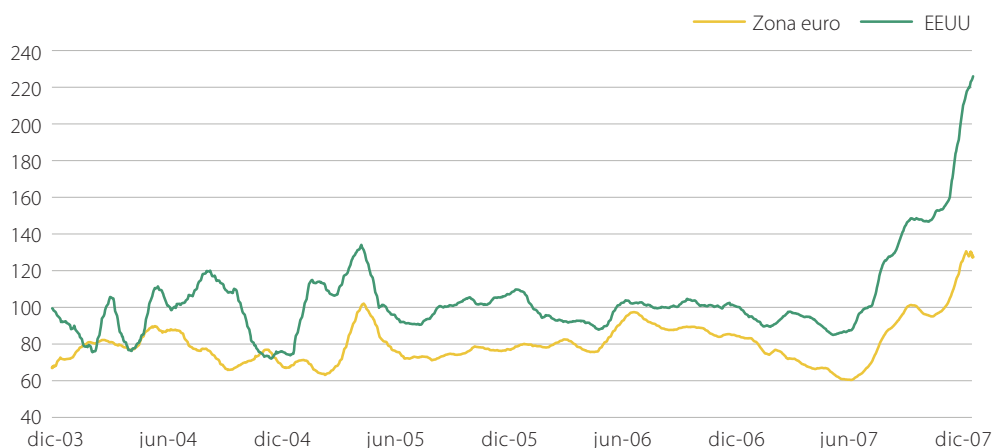
6. En torno al 10% para las emisiones de las instituciones financieras de carácter monetario y por encima del 20% para las de carácter no monetario.

7. Emisiones con calificación igual o superior a BBB según la escala de Moody's.

cesos de recalificación implícitos del mercado se produjeron como consecuencia de una menor confianza de los inversores en las agencias de *rating*, cuyas calificaciones en el segmento ABS habían sido fuertemente criticadas en Estados Unidos. En Europa, las recalificaciones implícitas fueron significativas tanto en ese segmento como en el de los bonos garantizados, de modo especial para algunos emisores del Reino Unido, Italia y España.

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

GRÁFICO 1.7



Fuente: Reuters.

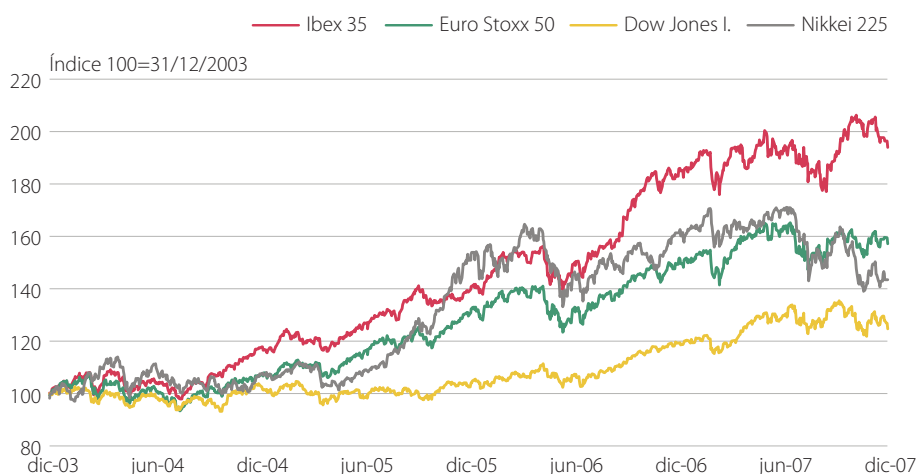
1. Media móvil de 20 sesiones del diferencial de rentabilidad entre las emisiones a 10 años de calificación mínima (BBB) dentro del denominado grado inversión (*investment grade*), y las de calificación máxima (AAA), generalmente emisiones soberanas.

Mercados de renta variable

A pesar de las dificultades, la mayoría de las bolsas internacionales volvieron a cerrar el ejercicio con una rentabilidad anual positiva, aunque inferior a la de 2006. La excepción de mayor envergadura se produjeron en la bolsa japonesa e italiana, cuyos índice de referencia perdieron el 11,1% y el 6,5%, respectivamente. Los índi-

Evolución de los principales índices bursátiles internacionales

GRÁFICO 1.8



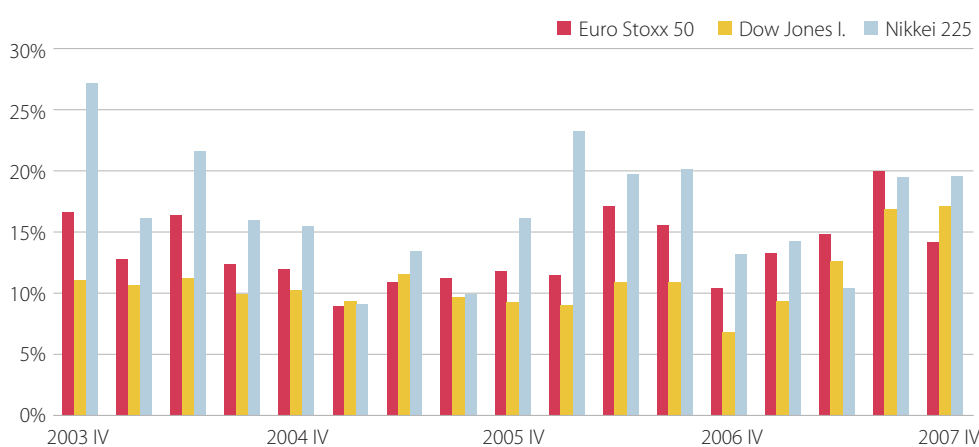
Fuente: Datastream.

ces selectivos de Nueva York y de la eurozona experimentaron incrementos similares: 6,4% y 6,8%, respectivamente. Sin embargo, dentro del contexto europeo, se produjo una considerable dispersión, con un mínimo en el valor negativo mencionado para la bolsa italiana y un máximo del 19,2% para la bolsa alemana. El Ibex 35 se incrementó un 7,3%. Debe destacarse que los mercados emergentes mostraron una notable resistencia frente al empeoramiento de las condiciones económicas y financieras globales y cerraron el ejercicio con rendimientos elevados, aunque también generalmente inferiores a los de 2006.

Considerando el año en su conjunto, los índices de los países industrializados mostraron en 2007 niveles de volatilidad superiores a los del ejercicio anterior, alcanzándose los más elevados en el último cuatrimestre. Aunque a finales de febrero ya se produjo un episodio de ventas masivas en todo el mundo, la difusión de resultados empresariales superiores a los esperados y otros datos positivos de la economía norteamericana alimentaron una trayectoria de los precios predominantemente positiva durante el primer semestre. Con la llegada del verano, las noticias negativas sobre las hipotecas de alto riesgo norteamericanas empezaron a hacer mella en el mercado, que perdió su orientación alcista. A partir de agosto los precios se comportaron de forma mucho más volátil, con dos fases de pérdidas notables (agosto y noviembre), en las que resultaron especialmente penalizadas las entidades financieras, y una fase intermedia de intensa recuperación de las cotizaciones (entre finales de septiembre y mediados de octubre), tras la intervención de los bancos centrales (reducciones de los tipos oficiales u operaciones de mercado abierto). La volatilidad se incrementó durante los dos primeros meses de 2008, periodo en el que se produjeron algunos episodios de venta masiva.

Volatilidad en el mercado de renta variable¹

GRÁFICO 1.9



Fuente: Datastream.

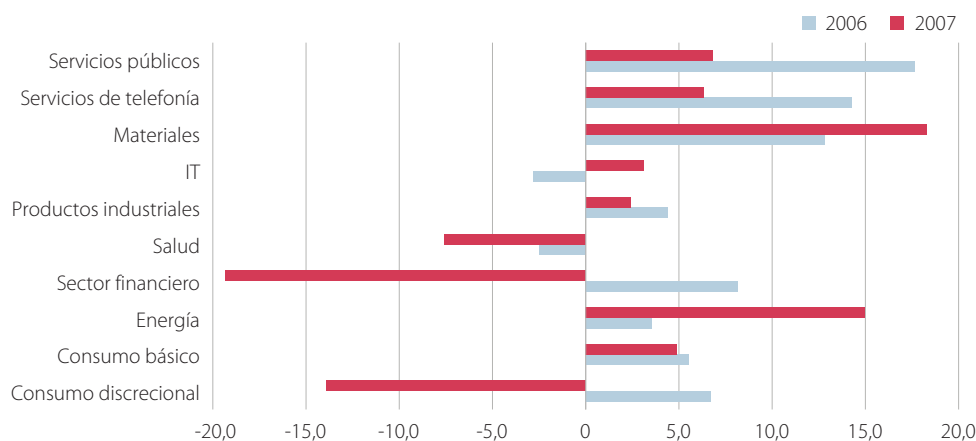
1. Promedio trimestral de volatilidades diarias (desviación típica de los últimos 20 días) anualizadas.

Con pocas excepciones, los índices sectoriales obtuvieron peores resultados que en 2006. De acuerdo con los índices mundiales de MSCI, los sectores más penalizados fueron el financiero y el de consumo discrecional que, a diferencia de los bienes de consumo básico, tiene un componente esencialmente cíclico. Los índices de estos dos sectores acumularon un rendimiento claramente negativo. Entre los índices sectoriales que mejoraron su rentabilidad respecto al año anterior destaca, especial-

mente, el de energía, un sector sujeto en 2007 a una intensa actividad en el ámbito de las fusiones y adquisiciones. Conviene señalar que, durante el periodo agosto-diciembre las pérdidas ya afectaron a la mayoría índices sectoriales y que durante los dos primeros meses de 2008 todos los sectores acumularon rendimientos negativos.

Evolución de los índices bursátiles sectoriales internacionales¹

GRÁFICO 1.10



Fuente: Datastream.

1. Índices MSCI All Country Sector (World).

Los volúmenes de contratación de las bolsas volvieron a crecer fuertemente en 2007. En las bolsas de los países industrializados, la contratación valorada en euros creció a tasas porcentuales de dos dígitos en casi todos los mercados. La principal excepción se produjo en la bolsa japonesa, donde aumentó un 1,6%. Conviene destacar, asimismo, el dinamismo de algunos mercados emergentes, en particular el de las bolsas chinas (Shanghai y Shenzhen), cuya contratación conjunta se situó en 2007 en un nivel comparable al de los mayores mercados mundiales, de acuerdo con la información suministrada a través de la Federación Internacional de Bolsas de Valores.

Las salidas a bolsa se mantuvieron en un nivel elevado en Europa, aunque tras el verano se apreció una menor actividad. Los mercados europeos acogieron durante el pasado año 801 salidas a cotización, que captaron un total de 80,3 millardos de euros⁸. Aunque estas cifras suponen un descenso del 2,2% y del 9%, respectivamente, sobre el año anterior, debe tenerse en cuenta que 2006 fue un año de excepcional actividad en este tipo de operaciones. Como ya sucediera en 2006, las cifras europeas fueron superiores a las norteamericanas, cuyas bolsas acogieron un total de 275 operaciones, con un importe efectivo de 46,7 millardos de euros. Conviene destacar, asimismo, el fuerte dinamismo de los mercados asiáticos, particularmente de las dos bolsas chinas y Hong Kong, donde se dio curso a un total de 211 operaciones, con una captación de fondos de 78 millardos de euros.

Los mercados de renta variable: índices y rentabilidad

CUADRO 1.1

Marco económico
y financiero

Bolsa	Nombre	Índices		Contratación	
		2006	2007	Millardos de euros	Var (%) ¹
Países desarrollados					
EEUU	Dow Jones Ind. A.	16,3	6,4	21.176,8	23,0
EEUU	Nasdaq Composite	9,5	9,8	11.095,8	18,7
Japón ²	Nikkei	6,9	-11,1	4.904,7	1,6
Reino Unido	FTSE 100	10,7	3,8	7.545,5	26,0
Zona euro ³	Euro Stoxx 50	15,1	6,8	12.766,3	38,3
Euronext	Euronext 100	18,8	3,4	4.102,1	36,5
Alemania	Dax 30	22	19,2	3.144,2	45,2
Italia	Mib 30	17,5	-6,5	1.681,2	33,6
España	Ibex 35	31,8	7,3	2.158,8	41,1
Latinoamérica y Asia					
Argentina	Merval	35,5	2,9	5,3	26,7
Brasil	Bovespa	32,9	43,7	437,4	100,7
Chile	IGPA	34,4	13,8	36,0	54,8
México	IPC	48,6	11,7	90,0	18,4
Perú	IGBL	168,3	36,0	8,2	89,5
Corea del Sur	Korea Cmp Ex	4	30,1	1.453,1	36,4
Hong Kong	Hang Seng	34,2	39,3	1.536,5	134,2
China ⁴	Shangai Composite	130,4	96,7	4.488,6	394,4

Fuente: Federación Internacional de Bolsas, Reuters y CNMV.

1. En moneda local.

2. Bolsas de Tokio y Osaka.

3. Volumen contratado en las bolsas de los países de la zona euro. Incluye la contratación de OMX completa, aunque en alguna de sus bolsas no se negocie en la divisa europea.

4. Bolsas de Shanghai y Shenzhen.

Mercados de productos derivados financieros

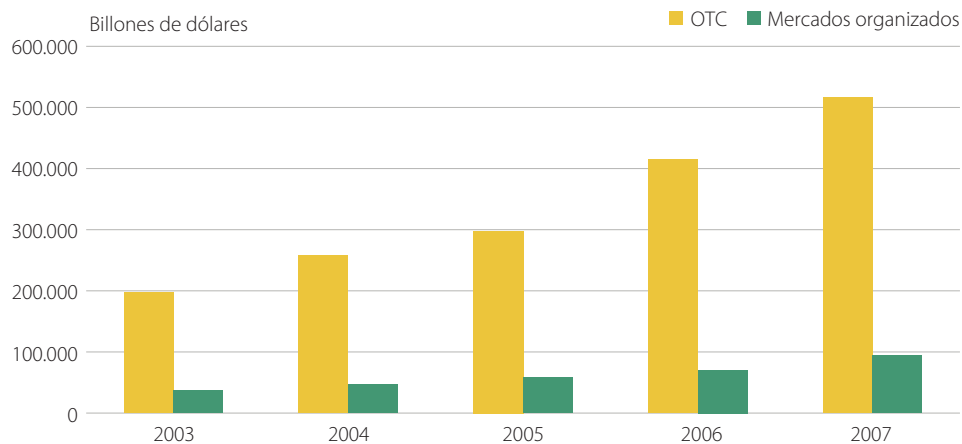
Los datos disponibles sugieren un considerable crecimiento de la negociación en los mercados de productos derivados financieros durante 2007, tanto en los mercados OTC⁹ como en los mercados organizados. Así, en los primeros, el importe nocional de las posiciones abiertas se cifraba en 516,4 billones de dólares a finales del primer semestre, lo que supone un aumento cercano al 25% respecto a diciembre de 2006 y al 40% en tasa interanual. En los mercados organizados, dicho importe ascendía a 93,6 billones de dólares en el mes de septiembre, lo que supone un aumento del 33% respecto al cierre de 2006 y del 27% en tasa interanual.

El mercado OTC se halla fuertemente concentrado en los contratos de tipos de interés, que representan en torno al 67% del valor nocional total. Entre los restantes segmentos, destacan por su peso los contratos de tipos de cambio y los *credit default swaps* (CDS), que suponen el 9,4% y el 8,2% del valor nocional total, respectivamente. Este último segmento es, sin duda, el más dinámico, habiéndose

9. *Over the counter*.

Productos derivados: valor nominal de las posiciones abiertas

GRÁFICO 1.11



Fuente: Banco Internacional de Pagos (BIS).

1. En 2007, dato de junio para OTC y de septiembre para mercados organizados.

doblado prácticamente el importe nominal de las posiciones abiertas respecto a junio del año anterior. El espectacular crecimiento de estos contratos de transferencia del riesgo de crédito ha estado vinculado al auge de los productos estructurados, en particular de las titulizaciones, y se ha visto favorecido por un nivel históricamente reducido de las primas. El encarecimiento de éstas y la menor actividad que ya se observa en los mercados de titulización tras la crisis de las hipotecas *subprime* puede generar una desaceleración a corto plazo de la actividad en este segmento.

En cuanto a los derivados financieros negociados en los mercados organizados, en torno al 70% del importe nominal corresponde a las opciones y el resto a los futuros. Mientras que el segundo segmento parece haberse estancado durante los últimos años, el de opciones muestra un crecimiento considerable, con una tasa interanual del 33%. Atendiendo a los subyacentes, el grueso del importe nominal también se concentra en los contratos sobre tipos de interés, tanto en los futuros como en las opciones.

Movimientos estratégicos en el ámbito de las infraestructuras de negociación

El pasado ejercicio también fue testigo de nuevos e importantes movimientos estratégicos en el ámbito de las infraestructuras de negociación. De manera especial, cabe destacar dos procesos de fusión: el de la Bolsa de Londres con Borsa Italia y el del mercado norteamericano Nasdaq con OMX. El primer proceso supone la mayor consolidación de ámbito exclusivamente europeo desde la creación, en su momento, de Euronext (hoy fusionado con la Bolsa de Nueva York). Atendiendo a los volúmenes de negociación, el conglomerado resultante de esta fusión se convierte en el mayor proveedor europeo de servicios de negociación en renta variable y en uno de los mayores en deuda pública, puesto que Borsa Italia, como consecuencia de un proceso de adquisición casi simultáneo, había obtenido el control de MTS, el mayor operador europeo de sistemas multilaterales de negociación en dicho mercado.

En cuanto a la fusión Nasdaq-OMX debe señalarse, en primer lugar, que supone un cambio notable en la estrategia de Nasdaq, cuyo principal objetivo europeo durante

los últimos años había sido el control de la Bolsa de Londres. Tras el fracaso de esta opción, la integración con OMX brinda al mercado norteamericano el control de las infraestructuras de negociación en los países escandinavos, junto a otras plataformas de negociación especializadas en *commodities* localizadas en otros países.

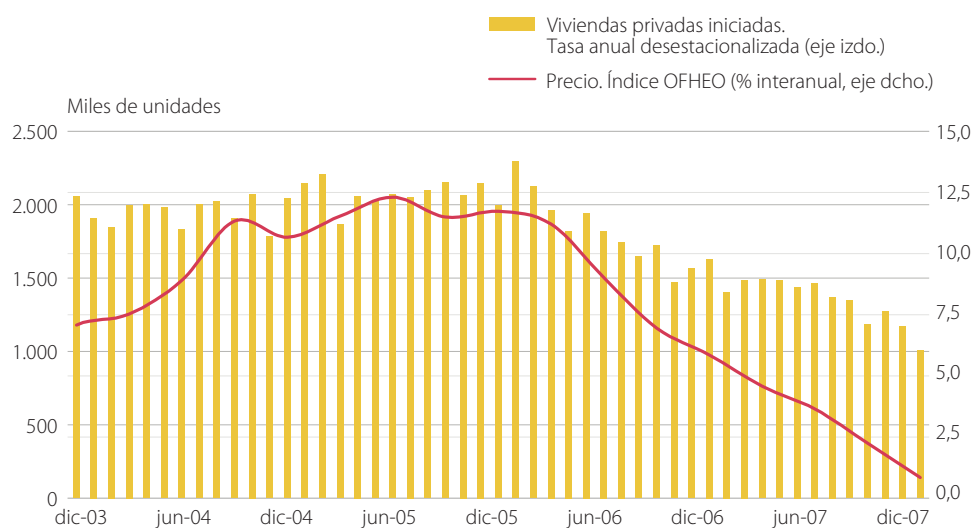
1.1.3 Riesgos del escenario económico y financiero internacional

Los problemas de acceso a la liquidez a través de los mercados por parte de las entidades financieras y la evolución de la economía norteamericana constituyen las principales fuentes de riesgo a corto plazo del entorno económico y financiero internacional. Respecto a los primeros, durante el primer trimestre de 2008 se ha constatado un descenso de las primas de crédito negociadas en los mercados de CDS respecto al último trimestre de 2007, pero la actividad sigue siendo escasa en los mercados interbancarios y en los mercados de bonos respaldados por activos, por lo que se mantienen las dificultades de acceso a la financiación de las entidades financieras a través de los mismos. Por otra parte, los resultados del sector financiero en 2007, publicados durante el primer trimestre del año en curso, acusan de modo general el impacto negativo de la crisis de las hipotecas de alto riesgo norteamericanas, pero muestran también una considerable diversidad. Los casos negativos extremos, como los ya citados del banco británico Northern Rock y el norteamericano Bearn Sterns, han sido hasta ahora limitados.

En cuanto a la situación de la economía norteamericana, cuya evolución tiene siempre un fuerte impacto en la formación de expectativas en todo el mundo, la mayor amenaza proviene del comportamiento del mercado inmobiliario. Un mayor deterioro en la evolución de dicho sector podría comportar una desaceleración más rápida y profunda de la economía norteamericana e inducir una reducción de los flujos internacionales de comercio, que repercutiría de modo especial en China y otras economías exportadoras de los países en desarrollo. Además, un rápido deterioro de la economía norteamericana comportaría un probable y generalizado empeoramiento del sentimiento económico a escala internacional.

Mercado de la vivienda en EEUU¹

GRÁFICO 1.12



Fuente: Datastream.

1. Se utiliza el índice de precios de la vivienda elaborado por la *Office of Federal Housing Enterprise Oversight* (OFHEO).

Junto a los dos factores de riesgo señalados, cabe destacar también el riesgo latente en la evolución de los precios de la energía. En particular, el precio del petróleo ha seguido aumentando durante el primer trimestre de 2008. De mantenerse esta tendencia alcista, podrían generarse nuevas tensiones inflacionistas que complicarían la ejecución de la política monetaria. No obstante, cabe esperar que los precios de la energía tiendan a moderarse en un escenario de menor crecimiento económico como el que se prevé a corto plazo.

En su conjunto, la economía europea parece mejor posicionada que en otras ocasiones para afrontar los riesgos señalados si éstos se materializan. En particular, en los países nucleares de la zona euro, la economía ha mostrado durante los dos últimos años una mayor fortaleza, apoyada tanto en la demanda interna como en la externa. La mejora de las cuentas públicas proporciona a estas economías un margen de maniobra más amplio para el funcionamiento de los estabilizadores automáticos o el desarrollo de otras políticas compensatorias si el escenario económico así lo requiere. Entre los riesgos específicos que pueden afectar a la zona, conviene destacar especialmente el de una excesiva apreciación del euro, que podría reducir sensiblemente la capacidad del sector exterior para expandirse y mantener la actividad y el empleo en un hipotético escenario de desaceleración de la demanda interna.

1.2. Marco económico y financiero español

1.2.1 Evolución de la economía española

Las dificultades del contexto internacional no impidieron que la economía española creciese un 3,8% en 2007, claramente por encima del promedio de la zona euro y de la Unión Europea en su conjunto. El PIB creció una décima menos que en 2006, sostenido por la fortaleza de la demanda interna. Entre los componentes privados del gasto, el más dinámico fue la inversión bruta en bienes de equipo, que creció a una tasa superior a la del ejercicio anterior, mientras que el consumo y la inversión en construcción lo hicieron a tasas menores, aunque todavía relativamente elevadas. La contribución del sector exterior al crecimiento continuó siendo negativa, pero el drenaje fue significativamente menor que en 2006 (0,7 puntos de crecimiento frente a 1,2) gracias a un aumento más atenuado de las importaciones y más intenso de las exportaciones. Desde el punto de vista de la oferta, el comportamiento más dinámico se produjo en las ramas industriales, energéticas y en las primarias, cuyo valor añadido bruto se aceleró respecto a 2006. Por el contrario, el crecimiento de los servicios de mercado y la construcción se redujo, de forma suave en el primer caso y más intensamente en el segundo. El crecimiento económico permitió la creación de más de 475.000 empleos, aunque la tasa de paro aumentó en tres décimas, situándose en el 8,6%.

La economía española siguió una pauta de desaceleración continua y moderada a partir del segundo trimestre, alimentada por un comportamiento más cauto del gasto de los hogares y la desaceleración de la construcción. La inversión en bienes de equipo continuó creciendo, no obstante, un trimestre más y mantuvo hasta el tercero tasas de variación interanuales superiores a dos dígitos. La desaceleración adquirió una intensidad algo mayor en el cuarto trimestre, dentro de una pauta igualmente moderada, como se pone de manifiesto en las tasas de variación interanual de dicho periodo: 2,7% para el consumo privado, 8,9% para la inversión en bienes de equipo y 2,9% para la inversión en construcción. La evolución del empleo replicó, en líneas generales, la pauta descrita para el crecimiento económico: suave

Tasa de variación, salvo otra indicación

	2003	2004	2005	2006	2007
PIB (a precios constantes) ¹					
PIB	3,0	3,2	3,5	3,9	3,8
Demanda interna ²	3,8	4,9	5,3	5,1	4,6
Consumo de los hogares	2,8	4,2	4,2	3,7	3,1
Consumo de las AAPP	4,8	6,3	4,8	4,8	5,1
Formación bruta de capital fijo	5,3	5,1	6,9	6,8	5,9
Demanda externa neta ²	-0,8	-1,7	-1,7	-1,2	-0,7
Exportaciones	3,7	4,1	1,5	5,1	5,3
Importaciones	6,2	9,6	7	8,3	6,6
Otros indicadores					
IPC. Interanual a diciembre	2,6	3,2	3,7	2,7	4,2
Crecimiento del empleo ³	4,4	4,1	5,6	3,6	2,4
Tasa de paro ³	11,4	10,6	8,7	8,3	8,6
Balanza por cuenta corriente (% s/ PIB)	-3,5	-5,3	-7,4	-8,6	-9,2
Capacidad o necesidad de financiación de las AAPP (% s/ PIB)	0,0	-0,2	1,1	1,8	2,2

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

1. INE. Contabilidad Nacional, base 2000.

2. Aportación al crecimiento del PIB.

3. EPA. IV trimestre.

desaceleración hasta el tercer trimestre y un poco más intensa en el último. El aumento de la tasa de paro se produjo, exclusivamente, en el cuarto trimestre.

La evolución de los precios al consumo resultó menos favorable que el año anterior. Por una parte, la tasa de variación interanual del IPC se situó en diciembre en el 4,2%, lo que supone un aumento de 1,5 puntos porcentuales respecto al mismo periodo de 2006. El aumento se produjo exclusivamente por el comportamiento de los componentes de energía y alimentos elaborados. Por otra parte, el diferencial de inflación del IPC armonizado respecto a la zona euro, que había experimentado una notable reducción el año anterior, se amplió en tres décimas, situándose en el 1,1%, un nivel próximo a su promedio histórico. El ejercicio tampoco permitió corregir el desequilibrio de la balanza por cuenta corriente, cuyo déficit se incrementó hasta el 5,8% del PIB, nueve décimas superior al de 2006.

1.2.2 Decisiones financieras de los agentes económicos

El comportamiento de los agentes económicos en el ámbito financiero marcó algunas diferencias respecto a las pautas observadas en ejercicios anteriores. Por lo que respecta a la financiación empresarial se observó un mayor protagonismo de los mercados de valores en la captación de recursos, que contrasta con el aumento del recurso tradicional, es decir, la captación de depósitos, por parte del sector financiero. Por su parte, los inversores no residentes continuaron efectuando inversiones significativas en activos financieros nacionales, aunque menos concentradas en la renta fija. El comportamiento financiero de los hogares se vio afectado por el cam-

bio en el tratamiento fiscal de los rendimientos de los activos, que redujo el atractivo de las participaciones en Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) y propició la recuperación de la inversión en activos de renta variable y en depósitos bancarios.

Adquisición neta de pasivos financieros de las empresas no financieras CUADRO 1.3

Importes en millones de euros

	2003	2004	2005	2006	2007 ¹	% var. 07/06 ²
Valores distintos de acciones	-1.271	-154	-242	1.212	1.668	108,5
Valores a corto plazo	-799	418	-422	1.272	-405	-145,3
Valores a largo plazo	-473	-572	180	-316	2.180	-
Derivados financieros	0	0	0	255	-107	-
Préstamos	69.520	77.179	140.928	223.285	144.888	-10,9
Préstamos a corto plazo	3.185	21.120	40.342	37.859	16.790	-43,1
Préstamos a largo plazo	66.335	56.059	100.586	185.426	128.098	-3,7
Acciones y otras participaciones	38.680	35.721	30.655	20.713	38.468	118,2
Acciones cotizadas	1.220	934	2.252	4.545	15.266	281,1
Acciones no cotizadas	24.318	15.732	14.351	5.417	14.054	159,0
Otras participaciones (excluidos fondos)	13.143	19.055	14.052	10.751	9.149	11,6
Reservas técnicas de seguro	-25	-81	532	4	3	0,0
Otras cuentas pendientes de pago	18.331	29.053	47.864	64.238	18.278	-52,3
Total	125.236	141.718	219.738	309.451	203.306	-7,3

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

1. Datos para los tres primeros trimestres de 2007.

2. Variación porcentual de los tres primeros trimestres de 2007 respecto al mismo periodo del año anterior.

Entre enero y septiembre de 2007, la captación de recursos externos por parte de las empresas no financieras se redujo un 7,3% respecto al mismo periodo del año anterior, alcanzando un nivel similar al observado en 2005 para el año en su conjunto (véase el cuadro 1.3). Respecto a la composición de los recursos captados, se percibe un cambio notable respecto a los últimos años. La financiación obtenida a través de los mercados de valores, que había perdido peso de modo sustancial, se recuperó notablemente en los tres primeros trimestres de 2007 como consecuencia del aumento de las emisiones de acciones (cotizadas y no cotizadas). Las emisiones de renta fija también aumentaron, pero su importancia relativa fue modesta, al no alcanzar el 1% de la financiación obtenida por estas entidades. El recurso a la deuda vía préstamos bancarios continuó siendo la principal fuente de financiación de las sociedades no financieras al concentrar el 71% de los recursos captados, aunque descendió respecto a 2006. También destaca el fuerte descenso de la financiación obtenida de otras sociedades no financieras.

Considerando el conjunto de instituciones financieras¹⁰, los datos disponibles hasta el tercer trimestre de 2007 revelan un fuerte crecimiento de la financiación dirigida a este sector (un 22,1% más que en el mismo periodo de 2006), debido al sustancial

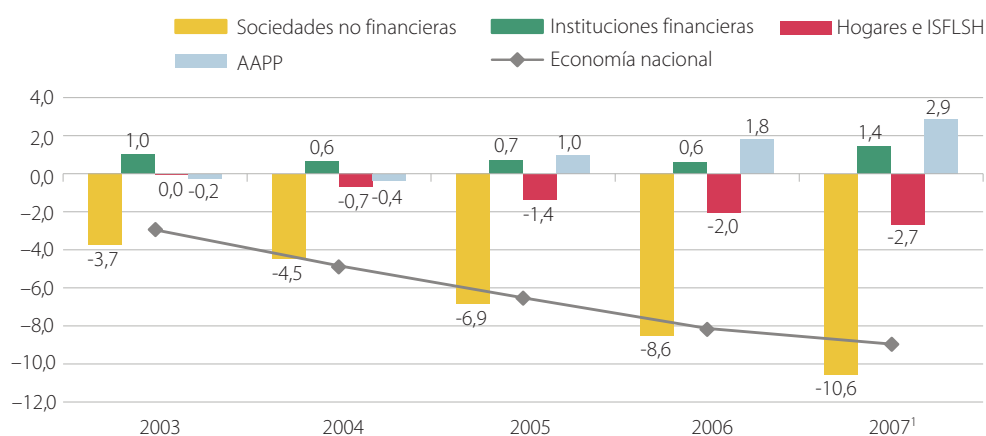
10. Monetarias (Banco de España, entidades de crédito y fondos monetarios) y no monetarias (IIC, sociedades y agencias de valores, fondos de titulización, sociedades y fondos de capital riesgo, y otros intermediarios financieros).

aumento de los depósitos, que concentraron en torno al 53% de los fondos captados por el sector durante el periodo de referencia. El endurecimiento de las condiciones de financiación de las entidades producido a raíz de la crisis hipotecaria y financiera tuvo una mayor incidencia en los meses finales del año¹¹, dando lugar a una intensificación de la captación de fondos mediante depósitos y a un aumento significativo de las emisiones de bonos de titulización, como se indica en el capítulo 3. Debe señalarse que las entidades de crédito pueden utilizar estos como garantía en la financiación a través del Banco de España. De hecho, el recurso a este tipo de financiación se ha incrementado de manera notable durante los últimos meses, si bien todavía representa una parte reducida del pasivo de las entidades de crédito.

El sector no residente continúa desempeñando un papel esencial en la financiación de la economía española como consecuencia del desequilibrio creciente entre el ahorro y la inversión del sector residente. Así, la necesidad de financiación de la economía española (que equivale necesariamente a la inversión neta que realiza el sector no residente) alcanzó el 9% del PIB en el tercer trimestre de 2007¹², en una senda que no ha dejado de aumentar desde 2002, cuando ascendía al 2,7% del PIB (véase el gráfico 1.13).

Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación de la economía española (% s/PIB)

GRÁFICO 1.13



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

1. Los datos correspondientes a 2007 se calculan como suma de los tres primeros trimestres de dicho ejercicio y el cuarto trimestre de 2006.

El crecimiento de las adquisiciones netas de activos financieros nacionales por parte del sector no residente fue similar al de 2006 (5,7% frente a 6,4%), pero su composición fue notablemente distinta (véase cuadro 1.4). Así, entre enero y septiembre de 2007, las inversiones en renta fija continuaron siendo las más importantes pero descendieron notablemente en valor absoluto y también como porcentaje respecto al total (desde el 87% en 2006 hasta el 52% en 2007). Por el contrario, la inversión en depósitos y en acciones cotizadas registró un incremento significativo respecto a las cifras de 2006, concentrando entre ambas casi la tercera parte de la inversión de

11. Para los que no se dispone de información en el ámbito de las cuentas financieras.

12. Cifras acumuladas de cuatro trimestres.

los no residentes (frente a una inversión neta negativa en 2006). El papel del sector no residente en los mercados financieros nacionales continúa siendo muy relevante (véanse el gráfico 1.14 y el Anexo I.3).

Adquisición neta de activos financieros del sector no residente

CUADRO 1.4

Importes en millones de euros

	2003	2004	2005	2006	2007 ²	% var. 07/06 ³
Efectivo y depósitos ¹	54.135	14.140	51.282	3.069	44.460	-
Valores distintos de acciones	41.383	104.055	143.478	208.978	101.621	-36,7
Préstamos	22.163	10.593	20.809	34.186	21.337	-22,0
Acciones y otras participaciones	8.613	22.866	7.870	-7.338	26.440	1.236
Acciones cotizadas	-7.220	6.110	-6.556	-19.815	18.030	-
Acciones no cotizadas	8.325	9.473	11.984	6.810	4.027	-29,3
Otras participaciones (excluidos fondos)	7.013	6.672	5.926	5.016	4.379	19,1
Participaciones en fondos de inversión	495	612	-3.485	652	4	-99
Otras cuentas pendientes de cobro	-911	925	2.697	1.707	-266	-
Total	125.383	152.580	226.136	240.602	193.593	5,7

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

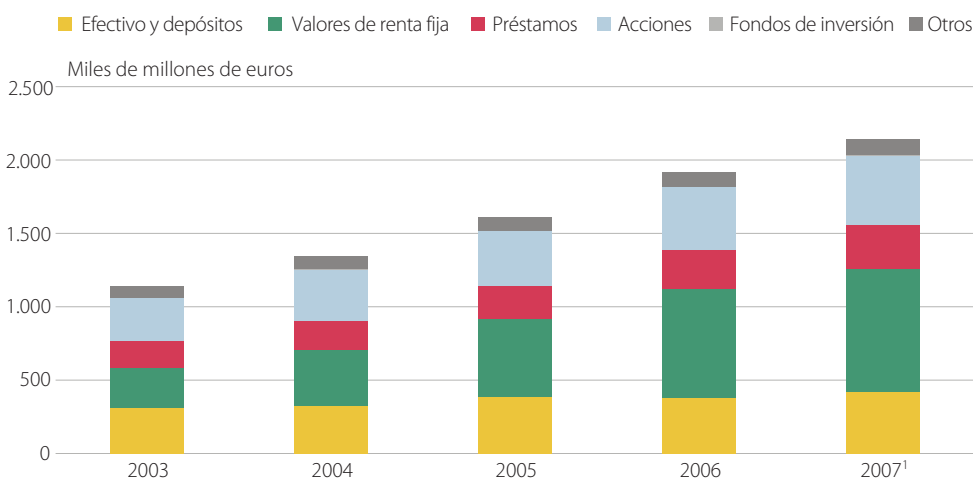
1. Incluye oro monetario y derechos especiales de giro (DEG).

2. Datos para los tres primeros trimestres de 2007.

3. Variación porcentual de los tres primeros trimestres de 2007 respecto al mismo periodo del año anterior.

Activos financieros españoles del sector no residente

GRÁFICO 1.14



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

1. En 2007, saldos correspondientes al tercer trimestre.

Respecto a los hogares, los datos del periodo enero-septiembre de 2007 revelan un descenso notable de las adquisiciones netas de activos financieros respecto al mismo periodo de 2006 (véase cuadro 1.5). La inversión en activos inmobiliarios continuó siendo elevada aunque tendió a estabilizarse¹³. Aunque el ahorro de los

13. Se mantuvo en el 9,8% del PIB en los tres primeros trimestres de 2007, al igual que en el último trimestre de 2006.

hogares fue menor por tercer año consecutivo, el recurso a la financiación externa, vía préstamos a largo plazo principalmente, se redujo como consecuencia de las menores adquisiciones de activos financieros.

A pesar del descenso global de la inversión financiera neta, los hogares incrementaron de manera notable las adquisiciones netas de acciones durante el periodo de referencia, que contrasta con la fuerte desinversión en este instrumento que se produjo en 2006 para evitar el tratamiento menos favorable de las plusvalías del nuevo marco fiscal que entraba en vigor en 2007. La inversión neta en activos de renta fija también mostró un crecimiento significativo debido al incremento de los tipos de interés del mercado y al aumento de la incertidumbre de los inversores tras la crisis hipotecaria y financiera. Entre las caídas más significativas destaca la elevada desinversión de los hogares en participaciones de fondos de inversión, sustituidos principalmente por depósitos bancarios. La inversión en estos últimos descendió respecto a 2006, pero siguió siendo la más importante, al concentrar cerca del 70% de las adquisiciones totales de activos financieros.

Adquisición neta de activos financieros de los hogares¹

CUADRO 1.5

Importes en millones de euros

	2003	2004	2005	2006	2007 ²	% var. 07/06 ³
Efectivo y depósitos	29.098	42.497	50.152	81.097	39.019	-20,6
Valores distintos de acciones	853	929	1.331	9.288	8.198	10,0
Acciones y otras participaciones	22.166	15.383	18.422	-5.716	1.602	914,0
Acciones cotizadas	-635	-268	2.044	-5.188	790	-
Acciones no cotizadas	4.095	642	-1.518	-2.536	2.295	-
Otras participaciones (excluidos fondos)	816	2.395	1.181	289	1.142	419,2
Participaciones en fondos de inversión	17.890	12.850	17.016	1.783	-2.813	-
Accs. emitidas por sociedades de inversión	0	-237	-300	-64	187	-5,7
Reservas técnicas de seguro ⁴	14.308	15.426	17.638	15.705	7.023	-8,9
Otras cuentas pendientes de cobro	886	5.086	5.116	13.269	40	-99,5
Total	67.311	79.321	92.660	113.644	55.883	-22,9

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

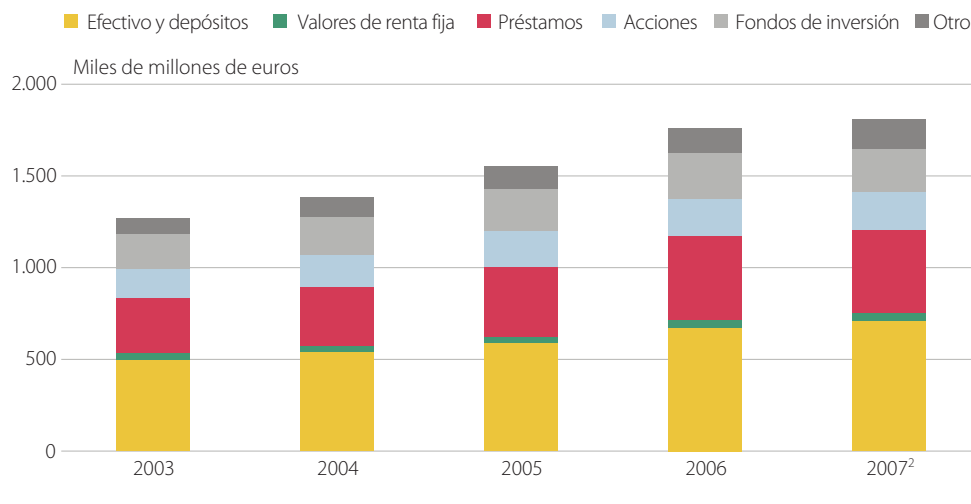
1. Incluye a las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.
2. Datos para los tres primeros trimestres de 2007.
3. Variación porcentual de los tres primeros trimestres de 2007 respecto al mismo periodo del año anterior.
4. Incluye planes de pensiones.

El patrimonio financiero de los hogares aumentó un modesto 2,5% hasta el tercer trimestre de 2007 como consecuencia del descenso en los precios en las carteras de renta fija y renta variable. Como se observa en el gráfico 1.15, su composición continuó siendo muy parecida¹⁴: las tenencias en efectivo y depósitos concentraron el 39,3% del total, las de valores de renta fija el 2,4% y las de acciones el 25,2%. El peso de la inversión colectiva y de las reservas técnicas de seguros y fondos de pensiones quedó en el 11,4% y el 14,1%, respectivamente.

14. Véase Anexo I.2 para un mayor detalle.

Activos financieros españoles de los hogares¹

GRÁFICO 1.15



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

1. Incluye a las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

2. En 2007 saldos correspondientes al tercer trimestre.

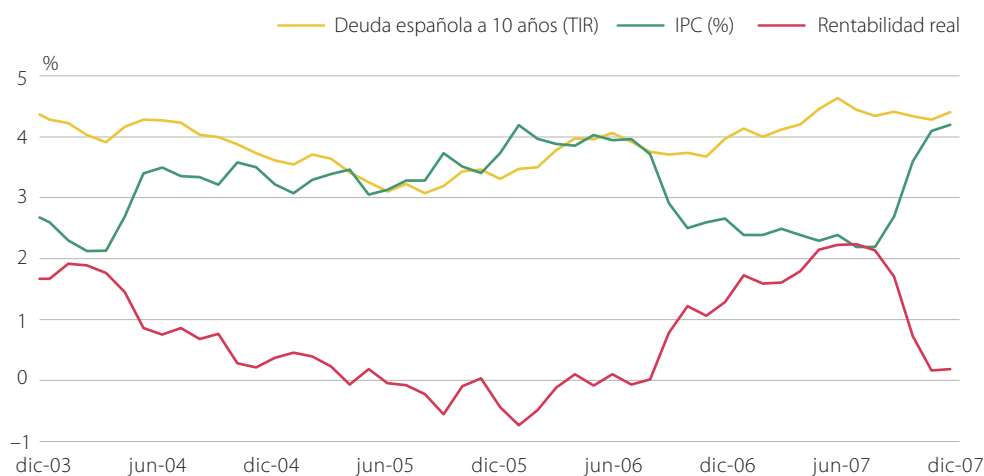
1.2.3 Evolución de los mercados españoles

Los mercados financieros españoles siguieron en 2007 una pauta de comportamiento similar a la observada en los principales mercados internacionales. Así, el primer semestre se caracterizó por una tendencia alcista de las rentabilidades de la renta fija y los precios de las acciones, moderada y con pocos interrupciones en el primer caso, más irregular en el segundo. A partir de julio, el deterioro de las condiciones financieras internacionales provocó el descenso de los tipos de interés de la deuda pública y un aumento sustancial de las primas por riesgo de crédito exigidas a los emisores privados, principalmente a los del sector financiero. Por su parte, las bolsas entraron en una fase mucho más volátil, aunque mantuvieron una elevada liquidez en todo momento.

Las rentabilidades nominales de la deuda pública nacional se mantuvieron por encima del nivel de cierre de 2006 durante todo el año, incluso tras la corrección a la

Rentabilidad de la deuda a largo plazo

GRÁFICO 1.16



Fuente: Datastream y elaboración propia.

baja del segundo semestre, como se indica en el capítulo 3. Al final del ejercicio, el diferencial respecto a la deuda alemana había aumentado ligeramente respecto al cierre del año anterior. En términos reales, las rentabilidades se ampliaron sustancialmente durante la primera mitad del año, pero el incremento de la inflación a partir de septiembre las erosionó de modo considerable. A pesar de ello y de un nuevo descenso de las emisiones brutas y netas de las Administraciones Públicas, la negociación de contado en el mercado secundario de deuda pública experimentó un aumento moderado, impulsado por el deseo de los inversores de incrementar el peso de los activos de mayor calidad y liquidez en su carteras.

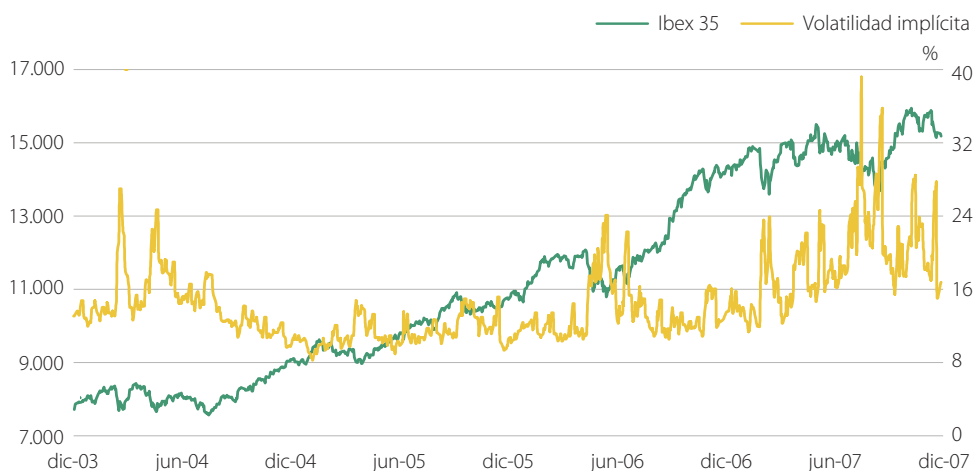
Las emisiones brutas de renta fija privada alcanzaron un nuevo máximo a pesar de las dificultades del contexto. El aumento de la actividad emisora se concentró exclusivamente en los segmentos de bonos de titulización y pagarés de empresa, donde las entidades financieras tienen un claro protagonismo (véase el capítulo 3). Durante el cuarto trimestre, la contracción de la liquidez en los mercados relevantes para la financiación de las entidades financieras indujo una contracción de las colocaciones en pagarés de empresa, pero las emisiones de bonos de titulización continuaron siendo elevadas. Como se señaló anteriormente, durante este periodo, los propios cedentes suscribieron la mayoría de las emisiones de titulización, acumulando de este modo activos susceptibles de ser utilizados como garantía en las operaciones de financiación a través del Eurosistema. En AIAF, el principal mercado secundario de deuda privada, los volúmenes de contratación aumentaron en el conjunto del año, reflejando sobre todo el incremento de las operaciones simultáneas a través de las que se instrumenta el acceso de las entidades de crédito a la financiación del Banco de España.

Los emisores españoles de renta fija privada afrontaron una sustancial revisión al alza del riesgo de crédito de sus emisiones a partir del verano, como se pone de manifiesto en la evolución de las primas negociadas en el mercado de CDS. Tal revisión, que se intensificó a principios de 2008, resultó claramente desproporcionada para las emisiones de cédulas hipotecarias y bonos de titulización, dada la reducida morosidad observada en los créditos hipotecarios para la adquisición de viviendas que, en último término, constituyen el grueso de las garantías para estas emisiones. Además, en el mercado español no se emiten instrumentos con estructuras excesivamente complejas y los tramos de mayor riesgo de las emisiones de titulización no son habitualmente distribuidos entre los inversores, sino que son adquiridos y mantenidos en balance por el propio cedente. Como consecuencia de ello, el grueso de las emisiones colocadas entre los inversores tiene una elevada calidad crediticia. Así, el 95% del importe colocado en 2007 correspondió a emisiones calificadas AAA, según el baremo de S&P, mientras que las emisiones con calificación inferior al grado inversión supusieron el 0,6% del total.

Ya se ha indicado que el Ibex 35 cerró el ejercicio con un aumento del 7,3%, una rentabilidad todavía apreciable aunque claramente inferior a la de 2006. Sin embargo, la rentabilidad de este índice, que representa a los valores más líquidos de las bolsas nacionales, no refleja la evolución de la mayoría de los valores cotizados. Como suele suceder en situaciones de aumento generalizado de la incertidumbre, los valores de pequeña y mediana capitalización estuvieron sujetos a una mayor penalización que los grandes valores a medida que empeoraba el contexto internacional. Así, mientras que en el primer trimestre casi el 79% de los valores que componen el Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) acumulaban una rentabilidad positiva, a partir del segundo trimestre fueron mayoría las compañías con rentabilidades negativas.

Evolución del Ibex 35 y de su volatilidad implícita¹

GRÁFICO 1.17



Fuente: MEFF.

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

Rentabilidad de los índices del mercado bursátil español (%)

CUADRO 1.6

	2006	2007	2007 (% trim.)			
			I	II	III	IV
Ibex 35	31,8	7,3	3,5	1,7	-2,1	4,2
IGBM ¹	34,5	5,6	4,3	1,1	-2,4	2,6
Barcelona	29,3	5,2	2,2	0,2	-0,5	3,3
Bilbao	34,1	1,9	3,7	0,4	-3,6	1,5
Valencia	35,3	7,0	3,9	1,8	-1,1	2,4
Ibex con dividendos	36,0	10,6	4,2	2,6	-1,2	4,9
Ibex-NM	34,0	-6,0*	7,5	-6,9	-2,3	-3,8*
Ibex Medium Cap	42,1	-10,4	13,1	-0,1	-11,4	-10,4
Ibex Small Cap	54,4	-5,4	14,1	-1,8	-5,2	-11,0
BCN-Mid 50 ²	51,0	-11,7	14,4	-3,3	-8,3	-13,0
FTSE Latibex All-share	23,8	57,8	6,0	22,0	11,4	9,5
FTSE Latibex Top	18,2	33,7	6,4	20,8	2,0	2,0
FTSE Latibex Brasil	24,3**	64,0	6,5	23,0	43,4	7,3

Fuente: Thomson Datastream, Reuters, Bolsa de Madrid y Sociedad de Bolsas.

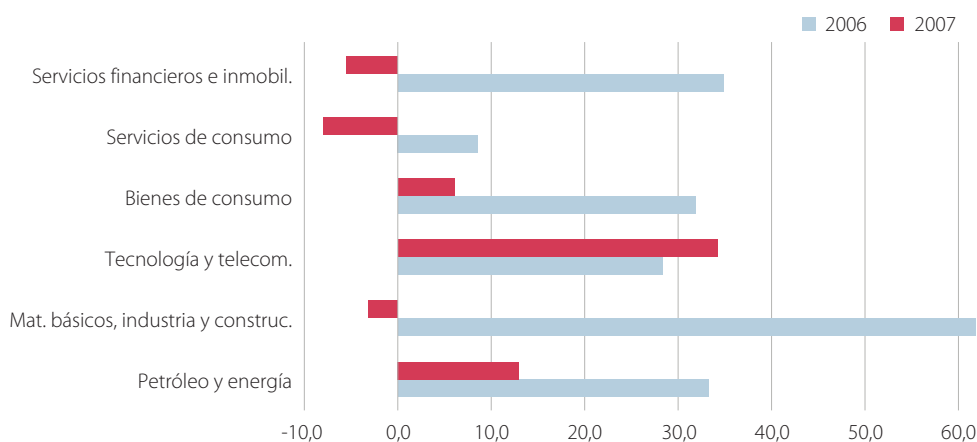
1. Índice General de la Bolsa de Madrid.

2. Índice del segmento medio del mercado de valores español elaborado por la Bolsa de Barcelona.

* Hasta el 30 de noviembre, último día en que se calculó el índice.

** Desde el 26 de septiembre, fecha de inicio del índice.

A escala sectorial, las rentabilidades experimentaron un generalizado retroceso respecto al año anterior, con la excepción principal de tecnología y telecomunicaciones, donde el aumento de la rentabilidad del sector refleja en esencia la mejora de Telefónica. Entre los sectores con pérdidas, destaca, por su peso en el IGBM, el de servicios financieros e inmobiliarios. Dentro del mismo, su principal componente, la banca, acumuló una rentabilidad negativa del 3,6%, menor que en otros mercados. Las pérdidas fueron especialmente acusadas en el subsector inmobiliario, que acumuló una rentabilidad negativa del 40,6%.



Fuente: Datastream y Bolsa de Madrid.

El pasado ejercicio resultó positivo para la mayoría de las empresas cotizadas si se atiende a su situación económica y financiera. Los beneficios de las grandes empresas que forman parte del Ibex 35 aumentaron en torno al 15% a nivel agregado. Las restantes compañías cotizadas en el mercado continuo obtuvieron, en su mayoría, beneficios similares a los del año anterior. Sólo un reducido número de empresas registraron pérdidas. En cuanto a la situación financiera, la proporción de deuda sobre patrimonio neto tendió a reducirse entre las empresas cotizadas no financieras, aunque en algunos sectores, sobre todo en construcción e inmobiliarias, siguió siendo elevada en términos históricos. A pesar del aumento de los tipos de interés a los que está referenciada la deuda corporativa, la carga de intereses se mantuvo en niveles moderados respecto a los beneficios antes de intereses e impuestos, con excepción también de construcción e inmobiliarias.

En este contexto de resultados favorables y solvencia financiera, pero con peores expectativas a corto plazo sobre el comportamiento de la economía, la política de dividendos de las empresas cotizadas fue más cauta que en 2006. Los dividendos

Remuneración a los accionistas¹

CUADRO 1.7

Millones de euros

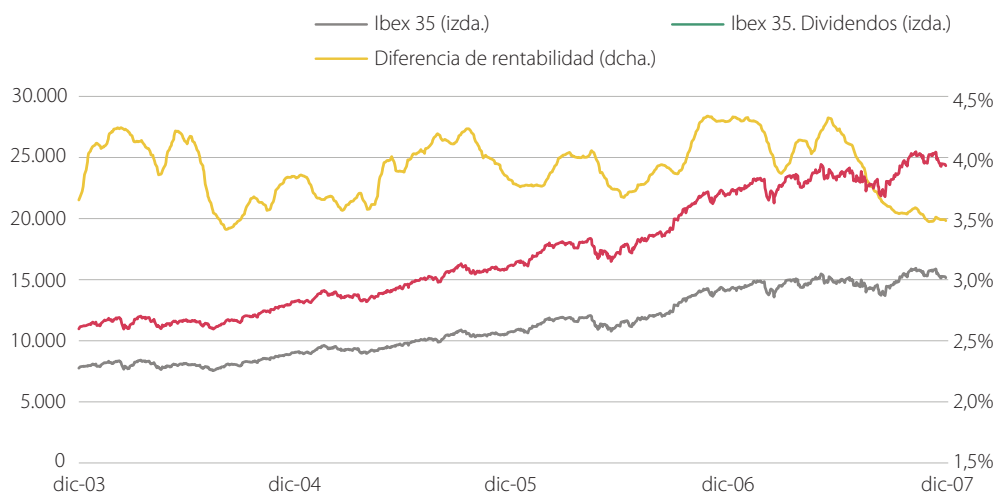
	Dividendos	Devolución de primas de emisión	Reducción de nominal con devolución de aportaciones	Total	Total / capitalización año anterior (%)
2000	7.011,7	51,2	323,4	7.386,4	1,6
2001	8.474,4	42,0	217,2	8.733,6	1,7
2002	8.446,8	28,8	223,8	8.699,3	1,8
2003	9.411,5	2.480,8	273,0	12.165,2	3,3
2004	11.678,0	2.288,8	208,5	14.175,4	3,1
2005	14.435,7	4.463,8	224,0	19.123,5	3,4
2006	21.809,7	513,0	761,2	23.084,0	3,5
2007	23.338,9	126,6	-	23.465,5	2,8

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

Fuente: Bolsas y Mercados Españoles. Revista de Bolsa de Madrid, enero 2008.

distribuidos durante el ejercicio aumentaron un 7%, frente al 51% del año anterior. De haber sido reinvertidos, los dividendos distribuidos por las empresas que forman parte del Ibex 35 hubieran proporcionado a dicho índice una rentabilidad adicional del 3,5%, un punto menos que en 2006. En cuanto al PER¹⁵, dado que los precios crecieron en menor proporción que los beneficios, se produjo un descenso para los valores del Ibex 35. La comparación internacional de los PER sugiere que, a fin de año, la bolsa española seguía siendo más cara que el resto de las bolsas europeas y más barata que en Estados Unidos y Japón, para los valores de mayor liquidez.

Evolución de los dividendos de las empresas pertenecientes al Ibex 35 GRÁFICO 1.19



Fuente: Sociedad de bolsas.

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

Como se indica en el capítulo 2, la contratación bursátil aumentó de modo considerable en 2007. En esta ocasión, el segmento de órdenes experimentó un mayor crecimiento que el de bloques y se redujo el tamaño medio de las operaciones. En una escala reducida, pero con un significativo aumento respecto al año anterior, las ofertas públicas de adquisición y las operaciones de venta de valores contribuyeron al aumento de la contratación bursátil. En el primer caso destaca especialmente la materialización de la opa de Acciona y Enel sobre Endesa y, en el segundo, las OPV¹⁶ de Iberdrola Renovables y Criteria Caixa Corp., través de las cuales se instrumentó su salida a bolsa. Debe reseñarse que estas dos salidas a bolsa se contaron entre las de mayor tamaño realizadas en Europa durante el año. Asimismo, cabe reseñar el notable aumento de las ampliaciones de capital, impulsado fundamentalmente por operaciones de adquisición y fusión.

1.2.4 Riesgos del escenario económico y financiero nacional

La economía española se halla expuesta a los riesgos del entorno internacional que ya se han señalado. Entre los factores de riesgo específicos de orden macroeconómico, el de mayor entidad proviene de la evolución del sector inmobiliario, que ha desempeñado un papel relevante en el vigoroso crecimiento de los últimos años. Los

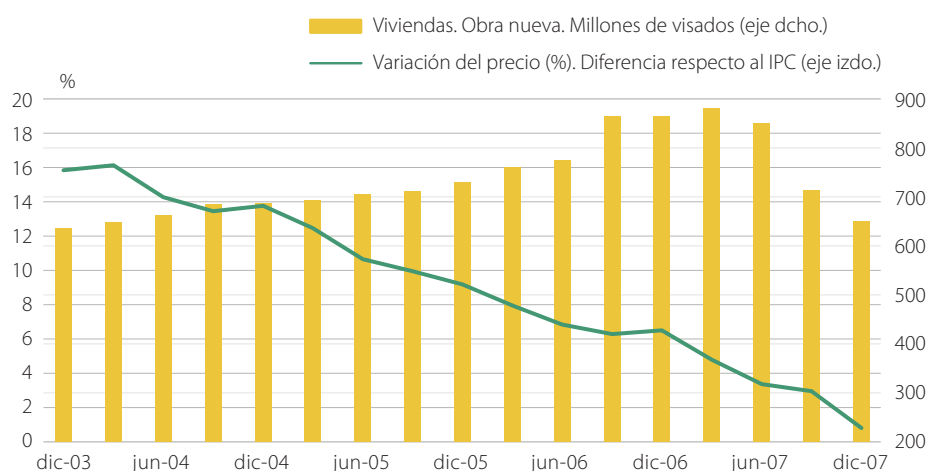
15. *Price-earning ratio*.

16. Oferta pública de venta de valores.

datos de 2007 evidencian una notable desaceleración de este sector, pero también un mayor dinamismo del sector industrial, cuya contribución al crecimiento de la economía y el empleo durante los últimos años había sido débil. Por el lado de la demanda, también se ha observado una mejora de la actividad exportadora, que podría jugar un papel compensador relevante en un hipotético escenario de desaceleración más intensa de la demanda interna.

Mercado español de la vivienda. Producción y precios

GRÁFICO 1.20



Fuente: INE y Datastream.

En el ámbito financiero, el principal factor de riesgo proviene de la incertidumbre internacional sobre la situación de las entidades financieras y de la escasa actividad en los mercados mayoristas relevantes para la financiación de las mismas, cuya prolongación podría tener una incidencia negativa en la financiación del sector privado superior a la registrada hasta la fecha. No obstante, ya se ha señalado que las entidades financieras españolas gozan de una notable solidez patrimonial, apoyada en su elevada rentabilidad, en el mantenimiento de confortables niveles de solvencia y en la baja morosidad del crédito. En el ámbito de los mercados de valores, la orientación mayoritariamente conservadora de las políticas de inversión de las IIC, limita su exposición al riesgo de liquidez y al riesgo de crédito, aunque el riesgo de precio podría seguir siendo relevante para los inversores en caso de nuevas turbulencias en los mercados. En todo caso, por su especial vocación, las IIC inmobiliarias, afrontan con mayor intensidad los riesgos derivados del sector inmobiliario. En cuanto a las ESI, el principal factor de riesgo durante los próximos meses es el de una hipotética contracción de los volúmenes de negociación en los mercados, en particular en el ámbito bursátil, si se prolonga la incertidumbre actual.

II Mercados y emisores

El ejercicio bursátil de 2007 estuvo condicionado por la crisis hipotecaria originada a principios de año en Estados Unidos que provocó una caída importante de las cotizaciones durante el verano y una desconfianza sobre el sector financiero que se mantuvo hasta finales de año y que persiste en los primeros meses de 2008. Este hecho coincidió con la desaceleración en España de la actividad del sector de la construcción que afectó especialmente a las empresas cotizadas del sector inmobiliario.

La rentabilidad de los índices bursátiles de las bolsas españolas descendió considerablemente después de cuatro años consecutivos de fuertes ganancias. Ello repercutió sobre la evolución de la capitalización que, si bien siguió aumentando en 2007, lo hizo a un ritmo claramente inferior al de años anteriores.

Las operaciones de concentración empresarial continuaron siendo importantes en este ejercicio. Ello hizo que aumentasen las ampliaciones de capital para utilizar las nuevas acciones como medio de pago de las empresas adquiridas y también se tradujo en la exclusión de ciertas empresas tras su compra a través de opas. Por otra parte, en 2007 el valor efectivo de las salidas a bolsa se incrementó considerablemente por la incorporación a cotización de empresas de tamaño elevado.

La contratación aumentó ampliamente, muy por encima de la revalorización por precios, y mejoró la liquidez de un mercado que siguió caracterizado por su elevada concentración pero que continuó ampliando la gama de valores en los que invertir como es el caso de los fondos de inversión cotizados.

2.1. Tamaño del mercado

2.1.1 Capitalización bursátil

El valor de mercado de todas las empresas cotizadas en las bolsas españolas creció un 5,2% en 2007, hasta los 766.763,3 millones de euros (véase cuadro 2.1). De este importe, el 98,8% correspondió a empresas nacionales del mercado continuo. El incremento de la capitalización fue algo inferior al aumento del precio de las acciones. Esto fue debido a que la reducción de valor resultante de las exclusiones de varias empresas y del traslado de un número importante de Sociedades de Inversión de Capital Variable (SICAV) al Mercado Alternativo Bursátil (MAB) fue superior al incremento de valor derivado de las admisiones a negociación y de la actividad emisora. El detalle de estas cifras se tratará en los siguientes apartados.

El comportamiento de la capitalización (véase cuadro 2.2) fue desigual entre sectores en función de la evolución de los precios de las empresas y de las admisiones y exclusiones registradas. En energía y agua se produjo un fuerte aumento de la capi-

talización por la elevada rentabilidad de Iberdrola en 2007 y la incorporación de Iberdrola Renovables. También fue significativo el incremento de la capitalización de transportes y comunicaciones gracias a la fuerte subida de la cotización de Telefónica (véase anexo II.7). Las admisiones a cotización de Laboratorios Almirall en químicas y de Critería CaixaCorp en sociedades de cartera explican el fuerte crecimiento de la capitalización en estos dos sectores.

Por el contrario, la capitalización se redujo drásticamente en inmobiliarias y, en menor medida, en construcción y cementos y materiales de construcción por la negativa evolución que tuvieron las cotizaciones de estos sectores en 2007. La reducción del valor de mercado de minería y metálicas básicas se debió principalmente a la exclusión por fusión de Arcelor Mittal y Mittal Steel.

Capitalización¹ de la renta variable en las bolsas españolas

CUADRO 2.1

Importe en millones de euros

	2004	2005	2006	2007	% var 07/06
Total bolsas	506.716,6	595.353,1	728.698,5	766.763,3	5,2
Mercado continuo	472.901,6	554.863,1	711.116,4	758.786,2	6,7
Nacional	470.940,7	552.346,8	708.164,2	757.285,2	6,9
Extranjero ²	1.960,9	2.516,3	2.952,2	1.501,0	-49,2
Corros³	33.409,7	40.045,9	17.189,4	7.690,3	-55,3
de los que SICAV	27.366,2	33.171,1	9.284,1	245,4	-97,4
Madrid	21.062,0	25.458,2	9.665,3	2.016,7	-79,1
Barcelona	7.850,8	9.573,2	6.285,8	4.666,4	-25,8
Bilbao	2.371,0	2.876,7	511,4	108,2	-78,8
Valencia	4.877,8	4.772,1	1.653,6	1.237,1	-25,2
2º Mercado	405,2	444,2	392,7	286,8	-26,9

Fuente: CNMV.

1. Se incluye únicamente la capitalización de empresas que hayan tenido negociación durante el año. No incluye Latibex, MAB ni ETF.
2. La capitalización de las empresas extranjeras cotizadas en las bolsas españolas se ha obtenido teniendo en cuenta el nº de títulos que figura en Iberclear.
3. La capitalización de las empresas negociadas en corros en más de un mercado se recogen en cada uno de los mercados, con su precio correspondiente. En el total corros se recogen únicamente una vez.

La concentración de la capitalización de la renta variable española se acentuó en 2007 (véase cuadro 2.3) debido fundamentalmente al fuerte aumento del valor de mercado de Telefónica e Iberdrola. Telefónica fue la empresa de mayor capitalización, con 106.067,1 millones de euros, un 13,8% del total de las bolsas. Superó a Banco de Santander, cuya capitalización fue de 92.501,1 millones de euros, un 12,1% del total (véase anexo II.6). Estas dos empresas representaron más del 25% de la capitalización total de finales de 2007. El año anterior este porcentaje se superó con tres empresas (Santander, Telefónica y BBVA). Siete empresas¹, de un total de 193, superaron el 50% de la capitalización total. A finales de 2006, este porcentaje se alcanzó con 8 empresas². Las empresas del

1. De mayor a menor capitalización estas 7 empresas fueron: Telefónica, Santander, BBVA, Iberdrola, Endesa, Repsol YPF e Inditex.

2. De mayor a menor capitalización estas 8 empresas fueron: Santander, Telefónica, BBVA, Iberdrola, Endesa, Repsol YPF, Inditex y Gas Natural.

Nº de sociedades cotizadas y capitalización por sectores¹

CUADRO 2.2

Importe en millones de euros

Sector	2006	2007	2006	2007	% var 07/06
Petróleo	2	2	47.881	48.762	1,8
Energía y agua	11	12	105.749	140.260	32,6
Minería y metálicas básicas	11	9	11.249	8.429	-25,1
Cementos y mat. construcción	5	5	6.093	5.139	-15,7
Químicas	4	6	3.394	5.993	76,6
Textil y papeleras	20	21	33.189	36.595	10,3
Metal mecánica	16	17	14.989	16.528	10,3
Alimentación	17	16	21.093	22.217	5,3
Construcción	7	7	59.518	51.368	-13,7
Inmobiliarias	29	31	46.485	23.949	-48,5
Transportes y comunicaciones	7	6	103.727	129.733	25,1
Otros no financieros	22	24	42.601	41.153	-3,4
Total sector no financiero	151	156	495.968	530.127	6,9
Bancos	15	14	210.900	204.851	-2,9
Seguros	2	2	7.379	9.598	30,1
Sociedades de cartera	15	12	5.137	21.913	326,5
SICAV ²	747	8	9.312	274	-97,1
Entidades de financiación	1	0	2	0	-100,0
Total sector financiero	780	36	232.731	236.637	1,7
Total	931	192	728.698	766.763	5,2

Fuente: CNMV.

1. Capitalización a final de año. No incluye Latibex, MAB ni ETF. En la capitalización de las empresas extranjeras se ha considerado el nº de títulos que figura en Iberclear.
2. Incluye únicamente las SICAV que cotizan en las bolsas.

Concentración de la capitalización¹ de la renta variable

CUADRO 2.3

Nº de empresas necesarias para alcanzar un determinado porcentaje

	2006				2007			
	25%	50%	75%	100%	25%	50%	75%	100%
Total bolsas	3	8	24	931	2	7	20	193
Mercado continuo	3	7	22	135	2	6	19	143
Nacional	3	7	21	129	2	6	19	138
Extranjero ²	1	1	2	6	1	2	2	5
Corros	3	15	115	783	1	2	5	39
Segundo mercado	1	2	2	12	2	3	5	11

Fuente: CNMV.

1. Capitalización a final de año. No incluye Latibex, MAB ni ETF.
2. La capitalización de las empresas extranjeras se ha obtenido teniendo en cuenta el nº de títulos que figura en Iberclear.

Ibex 35 representaron el 80,5% del valor total de las acciones negociadas en la bolsa. Telefónica y Banco de Santander supusieron el 32,2% de la capitalización del Ibex 35.

La capitalización de las empresas admitidas en las bolsas españolas a finales de 2007 equivalía al 73% del PIB nominal del conjunto del año (véase cuadro 2.4). La capitalización de la bolsa londinense, la de mayor tamaño relativo en la Unión Europea, suponía un 139,7%. Las bolsas integradas en Euronext tenían un tamaño relativo algo inferior, próximo al 100%. Las cifras de los mercados de Alemania e Italia eran claramente inferiores a la bolsa española, con un 59,3% y 47,4% respectivamente.

Capitalización y contratación en las principales bolsas internacionales CUADRO 2.4

% s/PIB	Capitalización ¹		Contratación	
	2006	2007	2006	2007
	EEUU ²	146,1	141,5	255,4
Nueva York	115,1	111,1	162,7	207,4
Tokio	107,0	93,8	131,9	147,4
Londres	148,7	139,7	313,4	372,0
Euronext ³	101,4	99,9	108,3	141,9
Alemania	53,5	59,3	93,2	129,5
Italia	52,7	47,4	85,2	108,7
España	74,3	73,0	117,2	157,6

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

1. A finales de año.

2. El numerador es la suma de NYSE, Nasdaq y American Stock Exchange.

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

2.1.2 Sociedades cotizadas

A finales de 2007, eran 185 las empresas cotizadas en las bolsas, al margen de las SICAV, el mismo número que al terminar el año anterior. De éstas, 143 correspondían al mercado continuo, ocho empresas más que a finales de 2006. Ello se debió a que se dieron de alta 17 nuevas sociedades y causaron baja nueve (véase cuadro 2.5).

Las altas más destacadas por su importe efectivo fueron las nuevas admisiones de Iberdrola Renovables, Criteria CaixaCorp, Realia Business y Laboratorios Almirall. En relación a las bajas, las exclusiones más significativas fueron las de TPI, tras la liquidación de la opa de exclusión de Yell, Telepizza, que abandonó el mercado tras la adquisición de la mayor parte de su capital por parte de Carbal y el fondo de capital-riesgo Permira; y Tafisa, tras la liquidación de la opa de Sonae (véase anexo II.2). El complejo proceso de fusión entre las sociedades Arcelor, Arcelor Mittal y Mittal Steel dio lugar al alta de una nueva sociedad extranjera en el mercado continuo (Arcelor Mittal que hasta la finalización del proceso de fusión fue Arcelor) y la baja de dos sociedades (la antigua Arcelor Mittal y Mittal Steel).

El traslado de la cotización de SICAV desde el segmento de corros al MAB continuó en 2007. Un total de 718 sociedades se dieron de baja por este motivo, por lo que a finales de año sólo ocho SICAV cotizaban en Bolsa (siete en el segmento de corros y una en el mercado continuo). Ello explica el fuerte descenso del número total de sociedades cotizadas en las bolsas españolas desde las 930 de finales de 2006 a las 192 con que se cerró 2007.

	Total bolsa		Mercado continuo			Corros		Segundo mercado
	Total bolsa	ex SICAV2	Total	Nacional	Extranjero	Ex SICAV	SICAV	
Nº total de sociedades								
Admitidas a 29/12/06	930	185	135	129	6	38	745	12
Admitidas a 28/12/07	192	185	143	138	5	31	7	11
Altas en 2007	18	18	17	16	1	0	0	1
Nuevas admisiones	12	12	11	11	0	0	0	1
Altas por fusión	3	3	3	2	1	0	0	0
Cambios de mercado	3	3	3	3	0	0	0	0
Bajas en 2007	757	18	9	7	2	7	739	2
Exclusiones	21	8	3	3	0	5	13	0
Exclusiones por fusión	15	7	6	4	2	0	8	1
Cambio de mercado ³	721	3	0	0	0	2	718	1
Variación neta 2007	-739	0	8	9	-1	-7	-739	-1

Fuente: CNMV.

1. No incluye Latibex, MAB ni ETF.

2. Se excluyen las SICAV que cotizan en el mercado deorros.

3. Las 718 bajas de las SICAV por cambio de mercado se refieren a las que pasaron a cotizar al MAB.

2.2. Admisiones, emisiones y ofertas públicas de venta

La financiación de las empresas cotizadas a través del mercado bursátil se incrementó significativamente en 2007 (véase cuadros 2.6 y 2.7 y anexo II.1). El importe efectivo de las ampliaciones de capital fue de 67.581,8 millones de euros, un 152,5% más que en 2006. Se realizaron 71 emisiones (17 más que el año anterior) por parte de 40 emisores (siete más que en 2006).

Una parte importante de los recursos captados fueron utilizados como medio de pago en operaciones de concentración empresarial. En estos casos se suprime el derecho de suscripción preferente de los antiguos accionistas, de forma que las nuevas acciones emitidas se pueden entregar a los accionistas de las sociedades adquiridas. En concreto, fueron diez las empresas que realizaron ampliaciones de capital sin contraprestación monetaria en 2007. El valor de mercado de estas operaciones fue de 48.901,5 millones de euros, el 72,4% del total de ampliaciones. Dos operaciones fueron las más relevantes por su importe: la de concentración de las sociedades Arcelor, Arcelor Mittal y Mittal Steel (34.957,8 millones de euros) y la de Iberdrola (9.741 millones de euros) para pagar la compra de Scottish Power.

Las ampliaciones con desembolso en efectivo tuvieron un importe de 9.970,1 millones de euros y fueron realizadas por 12 empresas pertenecientes principalmente a los sectores de petróleo y energía y servicios financieros e inmobiliarios. Mapfre e Iberdrola realizaron las ampliaciones de este tipo de mayor importe, con 3.447,8 y 3.374,5 millones de euros respectivamente. Por otra parte, 17 emisores realizaron ampliaciones de capital totalmente liberadas como medio de retribución al accionista (véase anexo II.1).

En 2007 se produjo la admisión a cotización de 10 nuevas empresas a través de OPV, OPS³ u operaciones combinadas, el mismo número que en 2006⁴. Si bien el número

3. Oferta Pública de Suscripción.

4. El detalle de las salidas a bolsa mediante OPV, OPS u operaciones combinadas puede consultarse en el anexo II.1.

ro de nuevas empresas fue el mismo, el importe efectivo de las mismas fue mucho más elevado que en 2006, de 3.103,7 millones de euros se pasó a 10.571,2 millones de euros en 2007. Ello se debió principalmente al elevado importe de dos OPS, Iberdrola Renovables, con 4.070,5 millones de euros, y Criteria CaixaCorp, con 3.848,3 millones de euros.

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta¹

CUADRO 2.6

	Núm. de emisores			Número de emisiones		
	2006	2007	Var 07/06	2006	2007	Var 07/06
Ampliaciones de capital	33	40	7	54	71	17
De las cuales OPS ²	5	6	1	7	8	1
Con tramo nacional	5	6	1	6	8	2
Con tramo internacional	3	2	-1	4	2	-2
Ofertas públicas de venta (OPV)	9	7	-2	13	11	-2
Del tramo nacional	9	7	-2	13	11	-2
Del tramo internacional	6	2	-4	6	2	-4
Total	38	44	6	67	82	15
Pro memoria: salidas a bolsa						
Mediante OPV u OPS ²	10	10	0	20	19	-1
Otras ³	1	4	3	1	4	3

Fuente: CNMV.

1. Sólo se incluyen las ofertas públicas de venta que llegaron a realizarse, no las registradas que no se llegaron a realizar. No se contabilizan las ampliaciones de capital liberadas.
2. Oferta pública de suscripción de derechos, previa renuncia de los accionistas a su derecho de suscripción preferente.
3. En 2006 incluye la admisión de Mittal Steel. En 2007 las admisiones derivadas de operaciones de fusión de Arcelor Mittal (ex Arcelor), Reyal Urbis y Martinsa-Fadesa y de Vértice 360.

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta¹: importe efectivo

CUADRO 2.7

Importes en millones de euros

	2006	2007	% var 07/06
Ampliaciones de capital²	26.760,2	67.581,8	152,5
De las cuales OPS ³	644,9	8.502,7	1.218,5
Con tramo nacional	302,9	4.821,3	1.491,7
Con tramo internacional	342,0	3.681,4	976,4
Ofertas públicas de venta (OPV)	2.458,7	2.068,5	-15,9
Del tramo nacional	1.568,0	1.517,1	-3,2
Del tramo internacional	890,7	551,4	-38,1
Total	29.218,9	69.650,3	138,4
Pro memoria: salidas a bolsa			
Mediante OPV u OPS ³	3.103,7	10.571,2	240,6
Otras ⁴	6.620,0	74.207,1	1.021,0

Fuente: CNMV.

1. Sólo se incluyen las OPV que llegaron a realizarse, no las registradas que no se llegaron a realizar.
2. Las ampliaciones de capital sin contraprestación monetaria se han contabilizado por su valor de mercado.
3. Oferta pública de suscripción de derechos, previa renuncia de los accionistas a su derecho de suscripción preferente.
4. En 2006 incluye la admisión de Mittal Steel. En 2007 las admisiones derivadas de operaciones de fusión de Arcelor Mittal (ex Arcelor), Reyal Urbis y Martinsa-Fadesa y de Vértice 360.

2.3. Negociación

2.3.1 Negociación al contado

La actividad de las bolsas españolas en 2007 fue muy elevada. La contratación superó los 1,6 billones de euros, lo que supone un aumento anual del 43,9%. Esta subida es especialmente relevante si se tiene en cuenta que se produjo después de tres años consecutivos de fuertes aumentos de la contratación, entre el 30% y el 35%. Y además, hay que tener en cuenta que en 2007 el efecto de la revalorización de las acciones negociadas sobre el incremento de la contratación fue menor que en los tres años anteriores.

La mayor parte de la contratación se realizó en el mercado continuo (véase cuadro 2.8). El efectivo medio negociado por sesión pasó de 4.506 millones de euros en 2006 a 6.535 en 2007. El número de operaciones fue de 34,5 millones, un 49% superior a la cifra de 2006. Este incremento fue algo superior al registrado por la contratación (un 45%) lo que indica que el tamaño medio de las operaciones⁵ se redujo ligeramente (un 3%).

Al margen del mercado continuo, la negociación en corros descendió considerablemente por el efecto del traspaso de la contratación de SICAV al MAB (véase apartado 2.5.2).

Contratación de la renta variable¹

CUADRO 2.8

Importes en millones de euros

	2004	2005	2006	2007	% var 07/06
Total bolsas	641.742,4	853.588,1	1.149.930,3	1.654.702,1	43,9
Mercado continuo	636.527,4	847.663,7	1.144.562,9	1.653.354,8	44,5
Nacional	630.361,7	832.548,6	1.133.012,6	1.645.855,5	45,3
Extranjero	6.165,7	15.115,1	11.550,3	7.499,3	-35,1
Corros	5.193,7	5.898,5	5.318,1	1.154,4	-78,3
de los que SICAV	4.717,4	5.022,8	4.580,6	361,7	-92,10
Madrid	3.316,0	3.671,1	3.231,5	515,5	-84,1
Barcelona	1.123,6	1.560,2	1.192,3	444,4	-62,7
Bilbao	212,7	241,7	403,1	5,2	-98,7
Valencia	541,4	425,5	491,3	189,3	-61,5
Segundo mercado	21,3	25,9	49,3	192,9	291,4

Fuente: CNMV.

1. No incluye Latibex, MAB ni ETF.

La modalidad de contratación más utilizada en el mercado continuo siguió siendo la realizada en sesión, a través de órdenes, seguida de la operativa de bloques que es más utilizada por grandes inversores institucionales extranjeros (véase cuadro 2.9). Destacó el incremento registrado en la negociación de OPV por la elevada cuantía de dos de estas operaciones (Iberdrola Renovables y Critería CaixaCorp) que supusieron el 75% de esta modalidad de contratación.

5. El efectivo medio por operación fue de 47.866 euros en 2007 frente a los 49.455 euros de 2006.

Contratación según modalidades en el mercado continuo¹

CUADRO 2.9

Importes en millones de euros					
	2004	2005	2006	2007	% var 07/06
En sesión	599.874,2	798.934,52	1.080.120,5	1.577.249,5	46,0
Órdenes	353.532,0	488.416,30	658.891,1	985.087,6	49,5
Aplicaciones	71.360,1	82.403,14	105.899,4	155.085,1	46,4
Bloques	174.982,0	228.115,08	315.330,0	437.076,8	38,6
Fuera de hora	26.037,3	27.863,00	11.648,8	18.301,5	57,1
Autorizadas	1.367,2	4.773,43	4.052,1	4.189,6	3,4
Oper. LMV Art 36.4 ²	826,0	1,33	6.439,7	0,0	-100,0
Opa	1.698,8	6.682,77	18.094,5	26.284,3	45,3
OPV	3.057,2	226,35	3.264,0	11.177,5	242,4
Tomas de razón	278,5	2.298,89	10.347,9	2.954,4	-71,4
Ejercicio de opciones	3.388,3	5.268,01	8.279,8	10.240,4	23,7
Operaciones de cobertura	—	1.615,44	2.315,6	2.957,8	27,7
Contratación total	636.527,4	847.663,7	1.144.562,9	1.653.354,8	44,5

Fuente CNMV.

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

La distribución de la contratación por empresas muestra la elevada concentración que presenta la actividad de las bolsas españolas. Los tres valores más negociados en 2007 (Santander, Telefónica y BBVA) supusieron el 49,4% del total. Nueve empresas⁶ representan el 75% (véase cuadro 2.10). Santander volvió a ser por

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

CUADRO 2.10

Nº de empresas necesarias para alcanzar un determinado porcentaje²

	2006				2007			
	25%	50%	75%	100%	25%	50%	75%	100%
Total bolsas³	2	4	11	3.252	2	4	9	560
Mercado continuo	2	4	10	137	2	4	9	151
Nacional	2	4	10	131	2	4	9	144
Extranjero ¹	1	2	2	6	1	1	2	7
Corros	18	86	274	3.105	2	4	13	399
Segundo mercado	1	1	2	11	1	2	4	10

Fuente: CNMV.

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

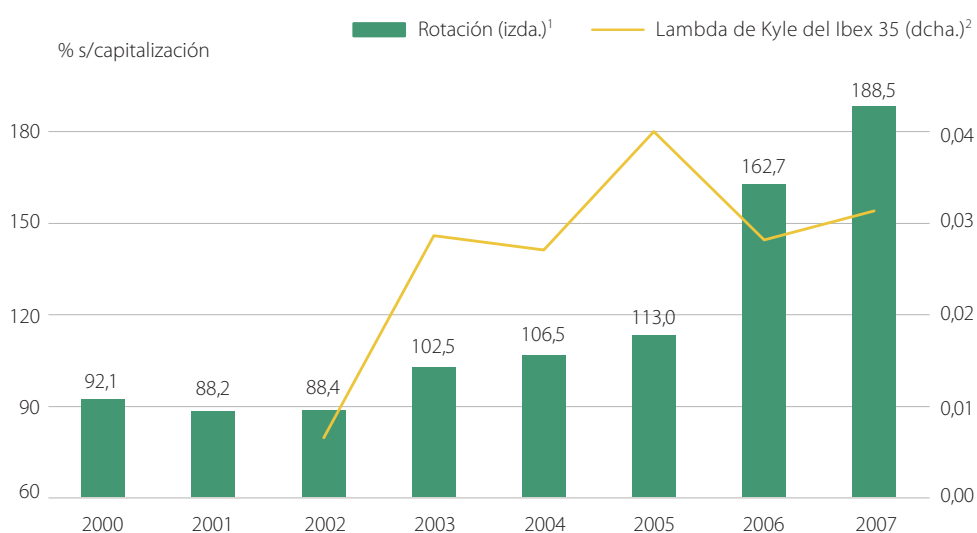
6. Por orden de contratación: Santander, Telefónica, BBVA, Endesa, Iberdrola, Repsol YPF, Altadis, Banco Popular e Inditex.

segundo año consecutivo la empresa más contratada, con 301.115,9 millones de euros. Esta cifra representa el 18,2% de la negociación total bursátil. Superó a Telefónica cuya contratación fue de 286.907,1 millones de euros, un 17,3% del total. Algo por debajo de estas cifras de negociación se situó BBVA, con 229.852 millones de euros, un 13,9% del total (véase anexo II.6).

La mayor actividad en el mercado continuo produjo una mejora de la liquidez. La rotación, o ratio entre la contratación acumulada en el año y el promedio de la capitalización mensual, volvió a aumentar en 2007 a pesar de que el año anterior ya había registrado una fuerte subida. El ratio se situó en el 188,5% frente al 162,7% de 2006. Asimismo, se produjo una mejora de la profundidad del mercado medida a través de la *Lambda de Kyle* o porcentaje de la capitalización necesario para alterar el Ibx 35 en un 1% (véase gráfico 2.1).

Liquidez en el mercado continuo

GRÁFICO 2.1



Fuente: Sociedad de Bolsas y CNMV.

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

2.3.2 Crédito para operaciones bursátiles y préstamo de valores

La legislación española permite conceder créditos y realizar préstamos de títulos para la venta de valores y dar crédito en efectivo para la compra de valores. La operativa de crédito es utilizada normalmente por inversores minoristas sobre valores del Ibx 35. El préstamo de valores se realiza más frecuentemente por inversores institucionales, tanto nacionales como extranjeros, sobre un conjunto de valores más amplio.

Esta operativa ha crecido significativamente en los últimos años, especialmente en las operaciones de crédito y préstamo para la venta, pues permite a los prestatarios adoptar diversas estrategias de inversión, como la cobertura de posiciones con derivados o posicionarse en corto para aprovechar la tendencia bajista de los mercados. En 2007, la situación de elevada volatilidad y la acentuada tendencia bajista a partir de mediados de año del mercado bursátil impulsaron la operativa de venta en descubierto y frenaron el crédito para la compra.

El volumen de ventas a crédito se incrementó un 46,2% respecto a 2006 (véase cuadro 2.11). A pesar de ello, el importe continuó siendo muy reducido en comparación

Crédito para venta de valores y préstamo de valores

CUADRO 2.11

Importes en millones de euros

	Crédito para venta de valores ¹		Préstamo de valores ²	
	Saldo vivo	Contratación	Saldo vivo ³	Contratación
2002	7,8	161,2	14.125,3	106.983,2
2003	17,3	199,8	28.873,1	161.775,2
2004	18,2	139,2	54.518,5	306.056,7
2005	28,5	152,2	66.737,5	393.964,1
2006	73,6	379,9	62.058,2	550.850,4
2007	112,4	555,4	79.532,9	835.326,9

Fuente: CNMV.

1. Operaciones realizadas al amparo de la Orden de 25 de marzo de 1991 sobre sistema de crédito en operaciones bursátiles de contado. El saldo vivo corresponde al dato de final de año.
2. Reguladas en la Ley del Mercado de Valores, artículo 36.3 y la Orden ECO/764/2004.
3. Saldo total menos el importe represtado. Datos a final de año.

con el préstamo de valores, cuyo importe aumentó un 51,6%, hasta los 835.326,9 millones de euros, lo que supuso el 99,9% del total de ventas en descubierto contratadas en 2007. La mayor actividad de préstamos se realizó con valores del Banco Santander que concentró el 23% del total, seguido de BBVA y Telefónica con un 17,1% y 16,5% respectivamente. El saldo vivo del préstamo de valores creció un 28,2% anual, hasta situarse en 79.532,9 millones de euros a finales de 2007. Telefónica fue el valor que tuvo un mayor saldo vivo, un 18,7% del total.

Por el contrario, el volumen de compras a crédito de valores descendió un 19,7% y el saldo vivo se redujo un 15,2%, hasta los 59,4 millones de euros (véase cuadro 2.12).

Crédito para compra de valores¹

CUADRO 2.12

Importes en millones de euros

	Saldo vivo ²	Contratación
2002	31,5	382,9
2003	32,8	346,1
2004	46,7	401,8
2005	52,3	465,0
2006	70,1	511,9
2007	59,4	411,3

Fuente: CNMV.

1. Operaciones realizadas al amparo de la Orden de 25 de marzo de 1991 sobre sistema de crédito en operaciones bursátiles de contado.
2. Datos a final de año.

2.4. Ofertas públicas de adquisición de valores

En 2007 se autorizaron 16 ofertas públicas de adquisición (opas)⁷ de las que tres finalizaron su plazo de aceptación en 2008. De las 16 opas, 11 se autorizaron con

base al derogado Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, y cinco estuvieron sujetas al nuevo Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, que entró en vigor el pasado 13 de agosto de 2007.

Ofertas públicas de adquisición de valores

CUADRO 2.13

Importes en millones de euros

	2003	2004	2005	2006	2007 ¹
Autorizadas²					
Número	13	9	13	21	16
Importe potencial ³	7.535	2.048	7.511	62.615	48.939
Realizadas⁴					
Número	12	9	9	14	16
Importe	4.335	1.973	6.822	18.997	43.179

Fuente: CNMV.

1. No se incluyen dos ofertas presentadas en 2007 cuya tramitación no se completó en este año. Son las ofertas sobre Compañía Española para la Fabricación Mecánica del Vidrio, Procedimientos Libbey-Owens (ya autorizada en 2008) y sobre Sogecable (en fase de tramitación).
2. Autorizadas en el ejercicio.
3. No incluye el importe potencial de las operaciones en que hubo desistimiento. La oferta de E.ON sobre Endesa se incluye en 2006 por el importe resultante de la modificación autorizada en febrero de 2007. Posteriormente se autorizó una última modificación de dicha oferta en marzo de 2007 por lo que el importe potencial definitivo en 2006 es de 63.938 millones de euros.
4. Todas las autorizadas en el ejercicio, aunque finalicen en el siguiente, sin incluir las de resultado negativo o desistimiento.

De las 11 opas autorizadas con anterioridad a la entrada en vigor de la nueva normativa, siete tenían por objetivo alcanzar el control de la sociedad afectada (entendido como una participación superior al 50% del capital, bien sin participación previa (tres casos), bien aumentando su posición (cuatro casos)). De las cuatro ofertas restantes, todas ellas tenían como finalidad la exclusión de la sociedad afectada, habiendo sido tres de ellas formuladas por el accionista de control.

Con posterioridad a la entrada en vigor de la nueva normativa se autorizaron cinco ofertas, de las cuales tres tenían por objeto alcanzar o reforzar el control de la sociedad afectada y dos eran opas de reducción de capital social.

Con la entrada en vigor de la nueva normativa se establecen básicamente dos tipos de ofertas, obligatorias y voluntarias. De las cinco opas autorizadas con la nueva normativa, tres ofertas tuvieron el carácter de obligatorias. En particular, las formuladas sobre Metrovacesa y Tubos Reunidos fueron de reducción de capital social. En la opa formulada sobre Aguas de Barcelona los oferentes, que estaban sujetos a la Disposición adicional de la Ley 6/2007, adquirieron con posterioridad a la presentación de la oferta, y antes de su autorización, más del 50% del capital social de Aguas de Barcelona, pasando la oferta, que había sido presentada como voluntaria, a tener el carácter de obligatoria, en aplicación de dicha disposición.

Las otras dos ofertas autorizadas bajo la nueva normativa fueron voluntarias. En la opa sobre Altadis el oferente no tenía una participación previa en la sociedad afectada, mientras que en la opa sobre Uralita el oferente estaba sujeto a la Disposición adicional de la Ley 6/2007, al estar comprendida su participación en el momento de la formulación de la oferta entre el 30% y 50% del capital social de la sociedad afectada.

Por su cuantía destacaron las ofertas formuladas en efectivo por Enel Energy y Acciona sobre Endesa y la formulada por Imperial Tobacco sobre Altadis, por unos importes efectivos teóricos de 22.957 y 12.622 millones de euros respectivamente. Además se autorizaron otras cuatro ofertas cuyo importe efectivo teórico superaba los 1.500 millones de euros (Fadesa, Riofisa, Aguas de Barcelona y Metrovacesa, si bien en ésta última la contraprestación consistió en un canje de acciones).

Todas las ofertas fueron en dinero, salvo la opa de reducción de capital social de Metrovacesa en la que la contraprestación consistió en acciones ya emitidas de su filial Gecina.

El cambio de normativa introdujo el concepto de precio equitativo: las ofertas formuladas sobre Uralita y Aguas de Barcelona se hicieron a un precio equitativo en los términos previstos en el artículo 9 del nuevo Reglamento de opas. En el caso de la opa sobre Uralita, la sociedad oferente elevó el precio de la oferta una vez presentada la opa pero con anterioridad a su autorización, al objeto de dar cumplimiento al referido artículo.

Cuatro opas preveían el ajuste automático de la contraprestación en caso de reparto de dividendos, desdoblamientos o aumentos de capital liberados. Únicamente en la opa sobre Endesa los oferentes ajustaron la contraprestación anunciada como consecuencia del pago de un dividendo por Endesa. Dicho ajuste tuvo lugar antes de la autorización de la opa.

Seis ofertas se condicionaron a la adquisición de un número mínimo de acciones al objeto de que el oferente alcanzase, tras la opa, al menos el 50% del capital social de la afectada. En cuatro casos el oferente había suscrito acuerdos con accionistas de la sociedad afectada para la transmisión de sus participaciones en la opa. Dichos acuerdos permitían en tres de estas cuatro ofertas alcanzar la condición de mínimo con la simple aceptación de la oferta por los accionistas que suscribieron los acuerdos.

Las ofertas formuladas sobre Endesa y Altadis, además de condicionar su efectividad a la adquisición de un número mínimo de acciones también condicionaron su eficacia a la modificación por la junta de accionistas de la sociedad afectada de las limitaciones al derecho de voto y otras restricciones estatutarias. En ambos casos, las juntas de accionistas de Endesa y Altadis aprobaron las modificaciones estatutarias. En todas las ofertas condicionadas se cumplieron las condiciones fijadas por los oferentes.

Tres de las ofertas autorizadas en 2007 perseguían la integración entre opante y opada y el mantenimiento en bolsa de la sociedad resultante. Concretamente en la opa sobre Inmofiban estaba prevista una fusión inversa al ser la sociedad afectada la absorbente, mientras que en las ofertas sobre Fadesa y Riofisa (aunque ésta ha sido finalmente excluida de bolsa) era intención del oferente ser la sociedad absorbente.

De manera paralela a la opa presentada sobre Endesa en España, se presentó una oferta en Estados Unidos dirigida a los titulares de ADSs (*American Depositary Shares*) de Endesa. Por su parte, la opa formulada sobre Altadis se realizó tanto en España como en Francia, al estar las acciones de Altadis cotizadas también en Euronext París.

De las cinco ofertas autorizadas con posterioridad a la entrada en vigor de la nueva normativa de opas, en sólo una de ellas, la formulada sobre Altadis, el oferente mani-

festó su intención de exigir la venta forzosa de las acciones de Altadis si se daban las condiciones previstas en el Reglamento de opas. Estas condiciones eran que fuese titular en el momento de la liquidación de la opa de al menos el 90% del capital de Altadis y que la oferta hubiese sido aceptada por al menos el 90% de los derechos de voto a los que se dirigía. Dado que se cumplieron estas condiciones, el oferente ejecutó la venta forzosa de las acciones de Altadis que fue liquidada el 21 de febrero de 2008. A continuación dichas acciones fueron excluidas de negociación. Ésta fue la primera vez que se ejecutó este procedimiento en los mercados de valores españoles.

2.5. Sistemas organizados de negociación

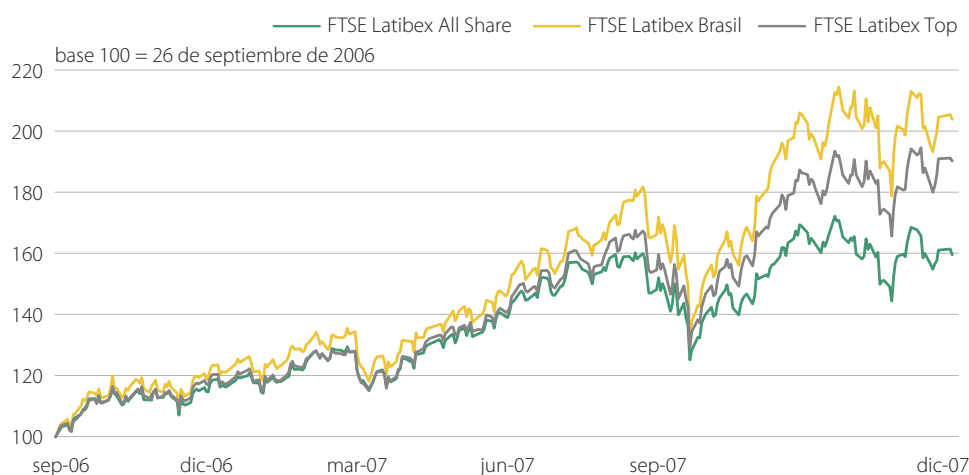
2.5.1 Latibex

Desde su creación a finales de 1999, Latibex permite contratar valores negociados en las bolsas latinoamericanas en euros. Desde entonces su crecimiento y desarrollo ha sido progresivo. Esta tendencia continuó en 2007.

La rentabilidad ofrecida por los índices representativos del mercado fue elevada, pese a la caída de los precios en verano por la crisis de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos (véase gráfico 2.2) y pese al negativo efecto de la depreciación de algunas de las divisas latinoamericanas frente al euro. Ello fue posible por la favorable evolución económica de la región, tanto en términos de crecimiento como de estabilidad financiera. El índice FTSE Latibex Brasil tuvo una rentabilidad anual del 64% debido a la fortaleza de la economía brasileña y a la apreciación del real brasileño frente al euro en un 7,6% en 2007. La revalorización del índice FTSE Latibex All Share también fue muy elevada, del 57,8%, y la del FTSE Latibex Top algo inferior, del 33,7%.

Evolución del FTSE Latibex All Share

GRÁFICO 2.2



Fuente: Bolsa de Madrid.

El número de empresas cotizadas en el Latibex se mantuvo en 34 dado que se produjo la incorporación de la empresa de telecomunicaciones mejicana Lusacell y la exclusión de la empresa panameña Banistmo. Además, una empresa ya cotizada, la brasileña Usiminas, incorporó a cotización la serie de acciones ordinarias. Por otra

Sociedades cotizadas en Latibex por países

CUADRO 2.14

Importes en millones de euros

País	Número		Capitalización			Contratación		
	2006	2007	2006	2007	% var 07/06	2006	2007	% var 07/06
Argentina	2	2	912,7	1.141,4	25,1	2,7	3,7	38,6
Brasil	15	15	178.013,1	324.889,5	82,5	422,1	555,6	31,6
Chile	4	4	21.647,0	20.395,9	-5,8	55,0	72,9	32,5
Costa Rica ¹	1	1	98,0	0,0	-100,0	5,5	0,0	-100,0
Méjico	8	9	67.277,4	79.697,6	18,5	173,7	174,7	0,6
Panamá	1	0	1.340,5	0,0	-100,0	15,7	0,0	-100,0
Perú	1	1	1.138,4	987,0	-13,3	21,7	36,0	66,2
Puerto Rico	1	1	688,8	283,6	-58,8	23,9	25,0	4,7
Venezuela	1	1	525,8	378,6	-28,0	3,1	0,3	-91,3
Total	34	34	271.641,8	427.773,6	57,5	723,3	868,2	20,0

Fuente: CNMV.

1. La capitalización es cero ya que no ha habido contratación de esta sociedad durante el año.

parte, hay que destacar el lanzamiento en julio por parte del BBVA de fondos cotizados sobre los índices FTSE Latibex Top y FTSE Latibex Brasil⁸.

El crecimiento del Latibex continuó en 2007 tanto en términos de capitalización como de contratación. El valor de mercado de las empresas cotizadas aumentó fuertemente en 2007 (véase cuadro 2.14) debido fundamentalmente al efecto de los incrementos de precios de las empresas brasileñas y, en menor medida, a la admisión de nuevas acciones. A finales de año la capitalización se situó en 427.773,6 millones de euros, lo que supuso un incremento del 57,5% anual. La negociación total en 2007 fue de 868,2 millones de euros, un 20% superior a la de 2006.

La concentración del Latibex en las empresas brasileñas y mejicanas aumentó en 2007. Estas empresas representaron el 94,6% de la capitalización total (90,3% en 2006) y el 84,1% de la contratación total (82,4% el año anterior).

2.5.2 Mercado Alternativo Bursátil

En 2007 se produjo un desarrollo considerable del Mercado Alternativo Bursátil (MAB). El primer segmento de este mercado se estableció para la negociación de acciones de SICAV. Comenzó su actividad el 29 de mayo de 2006 con la cotización de 2.348 sociedades procedentes de los corros y de 57 entidades de nueva admisión. En 2007 continuó el traslado de la cotización de SICAV desde el sistema de corros al MAB y aumentó el número de nuevas admisiones. En concreto, se produjo el cambio de mercado de 718 sociedades y se incorporaron 191 nuevas entidades. Así, a finales de 2007 estaban admitidas en el MAB un total de 3.283 SICAV y en corros tan sólo siete.

Con el objetivo de ampliar el tipo de valores negociados en este mercado, el 22 de mayo de 2007 se aprobó la creación de un nuevo segmento para la cotización de

sociedades y fondos de capital riesgo. A éste se incorporó el fondo de capital riesgo BBVA Capital Privado el 27 de junio. Además, está prevista la creación de dos nuevos segmentos en el MAB, para empresas en crecimiento y para Instituciones de Inversión Colectiva de inversión libre (IICIL). El objetivo principal es facilitar la financiación de los planes de inversión de empresas en expansión y ampliar la base de inversores en las IICIL.

Las cifras de capitalización y contratación de SICAV en el MAB muestran el aumento de tamaño y de la actividad en este segmento en 2007. El valor de mercado a finales de año de las sociedades alcanzó los 41.576,8 millones de euros, un 39,2% más que al cierre de 2006. La capitalización de las SICAV negociadas en corros se redujo hasta 245,4 millones de euros (véase cuadro 2.1). La contratación total en 2007 fue de 6.985,2 millones de euros. Ello supone un incremento de la negociación media diaria del 132,8% respecto a 2006.

2.6. Fondos de inversión cotizados

En 2007 se produjo un fuerte crecimiento tanto de la oferta como de la contratación de los fondos de inversión cotizados o ETF⁹. Se trata de un producto híbrido entre fondos de inversión que replican un índice y acciones. Es un producto que resulta especialmente atractivo para el inversor minorista pues permite invertir en una gama amplia de activos y de mercados con importes de inversión reducidos, disfrutando de una mayor liquidez y menores costes que los fondos de inversión tradicionales. A nivel internacional, el mercado de ETF se encuentra en fase de clara expansión y resulta significativo que en Estados Unidos algunos ETF se encuentran entre los valores de mayor contratación en las bolsas.

En España, los primeros ETF comenzaron a negociarse a través del SIBE a mediados de 2006. En 2007, el desarrollo ha sido considerable. Se registraron 16 nuevos ETF que se añadieron a los cinco de 2006. Los índices subyacentes se diversificaron considerablemente desde únicamente dos (el Ibex 35 y el DJ Euro Stoxx 50) hasta 18 que dieron la posibilidad de invertir, entre otros, en empresas de pequeña y mediana capitalización del mercado español, índices de renta fija o mercados emergentes (véase anexo II.10).

Los emisores continuaron siendo tres: BBVA, Santander y Lyxor (del grupo Société Generale). El valor de los activos gestionados por estas entidades aumentó desde los 376,8 millones de euros de finales de 2006 a los 885,8 millones de euros con que cerró 2007. Esta cifra es todavía muy reducida en comparación con el patrimonio de los fondos de inversión tradicionales, 225.040,9 millones de euros. La concentración del patrimonio fue importante pues un 83,4% del total estaba gestionado por BBVA y tres ETF¹⁰ de esta entidad representaron el 75%.

El volumen de contratación se incrementó un 155,3%, hasta los 4.664,5 millones de euros. Los ETF más negociados fueron los tres referenciados al Ibex 35, que supusieron el 63,8% del total. Tras éstos, los dos ETF referenciados al DJ Euro Stoxx 50 registraron el 18,6% del volumen total negociado. La rentabilidad media ofrecida por los cinco ETF que estuvieron cotizando todo 2007 fue del 7,4% en el caso de los referenciados al Ibex 35 y del 6,6% en los del DJ Euro Stoxx 50.

9. *Exchange Traded Funds*.

10. AFI Monetario Euro ETF, Acción Ibex 35 ETF y Acción DJ Euro Stoxx 50.

La actividad de los mercados de renta fija resultó muy afectada por la crisis originada en el mercado de hipotecas *subprime* norteamericanas. Las emisiones descendieron fuertemente en el segundo semestre del año, excepto las de pagarés de empresa y las de bonos de titulización. Estos últimos productos alcanzaron importes de emisión muy elevados en el último trimestre del año ya que se constituyeron como un mecanismo importante de financiación de las entidades bancarias en el contexto de crisis de liquidez ya señalado mediante su colocación en el mercado o su utilización como garantía para obtención de liquidez del Banco Central Europeo.

La crisis hipotecaria provocó que los tipos de interés del mercado monetario aumentasen significativamente en la segunda mitad de 2007 de forma que en el conjunto del año la subida acumulada superó los 100 puntos básicos, tanto en los tipos de los depósitos como en el de los pagarés de empresa.

La incertidumbre en los mercados bursátiles llevó a los inversores a una huida hacia la calidad. Esto unido a la revisión a la baja de las expectativas de crecimiento económico, favoreció la reducción de las rentabilidades de la deuda pública y un fuerte aumento de las primas por riesgo crediticio. El movimiento ascendente que habían tenido las rentabilidades de la deuda pública hasta el mes de julio se transformó en descendente en la segunda mitad del año. El resultado en el año fue una subida de las rentabilidades respecto a los niveles de diciembre de 2006, de 23 puntos básicos en el plazo de tres años, de 30 puntos básicos en el de cinco años y de 53 puntos básicos en el de diez años. Las primas por riesgo crediticio en el plazo de diez años pasaron de estar en un mínimo de 30 puntos básicos en octubre a finalizar 2007 en 60 puntos básicos.

Como venía ocurriendo en años anteriores, las instituciones financieras fueron los principales emisores de renta fija agrupando más del 90% de las emisiones brutas registradas en 2007. De los tres grandes sectores (instituciones financieras, empresas no financieras y Administraciones Públicas) fueron las únicas que emitieron una cuantía superior a la de 2006 aunque el ritmo de crecimiento fue inferior (véase cuadro 3.1).

En el caso de las Administraciones Públicas, la reducción de las emisiones brutas en 2007 se debió a la disminución de sus necesidades de financiación. Por ello continuó ampliándose la diferencia entre el saldo vivo del sector de las Administraciones Públicas y el del sector privado de forma que en 2007 el de la renta fija privada casi llegó a triplicar al de la deuda pública (véase gráfico 3.1).

Emisiones brutas y saldos vivos: distribución por emisores

CUADRO 3.1

Importes nominales en millones de euros

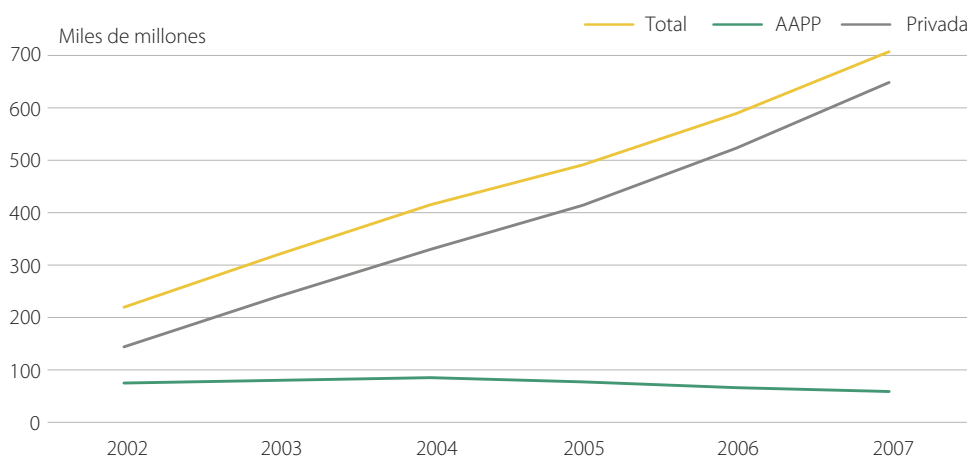
	Importe ¹		Variación (%)		Pro memoria: UEM	
	2006	2007	2006	2007	2007	% var. 07/06
Emisiones brutas	676.520	784.677	24,2	16,0	13.571.200	19,7
Administraciones públicas	68.006	59.979	-13,0	-11,8	1.530.400	7,5
Renta fija privada	608.515	724.699	30,5	19,1	12.040.800	21,5
Instituciones financieras	597.592	715.004	30,9	19,6	10.582.800	20,3
Sociedades no financieras	10.923	9.694	12,4	-11,2	1.458.000	30,9
Emisiones netas	223.998	219.193	24,3	-2,1	999.100	23,6
Administraciones Públicas	-2.734	-4.362	-	-59,5	131.200	16,4
Renta fija privada	226.732	223.555	30,7	-1,4	867.900	24,8
Instituciones financieras	225.734	221.531	30,0	-1,9	811.000	22,3
Sociedades no financieras	998	2.023	-	102,7	56.900	75,1
Saldos vivos	1.076.309	1.288.321	25,9	19,7	12.043.300	8,7
Administraciones Públicas	342.882	337.995	-1,0	-1,4	4.835.000	2,6
Renta fija privada	733.427	950.326	44,2	29,6	7.208.300	13,1
Instituciones financieras	721.815	936.701	45,0	29,8	6.521.300	13,7
Sociedades no financieras	11.612	13.625	9,4	17,3	687.000	8,1

Fuente: Banco de España, CNMV y BCE.

1. Incluye emisiones efectuadas dentro y fuera de España.

Evolución de la emisión de valores de renta fija en España

GRÁFICO 3.1



Fuente: Banco de España y CNMV.

El comportamiento del mercado primario de renta fija español se diferenció del de la zona euro. En primer lugar, las emisiones brutas y netas de las Administraciones Públicas españolas no sólo tuvieron menor peso en el conjunto de las emisiones que sus homólogas europeas, sino que además disminuyeron, mientras que en Europa aumentaron. Por otra parte, el peso de las emisiones de las sociedades no financieras sobre el total fue del 10% en la UEM frente al 1% en España. El elemento similar estuvo en el peso de las emisiones de las instituciones financieras, que también en la UEM fueron las que más emitieron en 2007 copando el 78% del total.

3.1 Deuda pública

3.1.1 Emisiones

Las emisiones brutas de las Administraciones Públicas fueron de 59.979 millones de euros, cifra menor que la del año anterior, 68.006 millones de euros. Este descenso fue consecuencia de la menor actividad emisora de todas las administraciones públicas: el Estado, las comunidades autónomas y las corporaciones locales (véase anexo II.11). Las emisiones brutas de valores en el exterior se mantuvieron en niveles muy reducidos (fueron casi la mitad que el año anterior, 1.152 millones de euros frente a 2.143 millones en 2006) y provinieron exclusivamente de las comunidades autónomas.

Las emisiones en el ejercicio 2007 incorporan un cambio en la composición por instrumentos. Así, se emitió una cuantía menor que la prevista en bonos y obligaciones del Estado (25.120 millones frente a una previsión de 30.700 millones de euros) y se amortizó más (30.980 millones de euros frente a una previsión de 28.500 millones). En cambio, en las letras del Tesoro, el ejercicio se saldó con una emisión neta superior a la prevista (1.144 millones de euros frente a los 600 inicialmente previstos). En términos agregados, el Estado acabó el año con una emisión neta negativa de 4.716 millones de euros cuando la previsión era de una emisión neta de 1.200 millones de euros¹.

En términos de saldos vivos, las letras del Tesoro experimentaron un aumento de 1.143 millones de euros mientras que los bonos y obligaciones redujeron su saldo en 3.154 millones de euros. Esta reducción no afectó a todos los sectores inversores por igual, ya que mientras que las instituciones financieras y monetarias aumentaron su cartera en más de 4.624 millones de euros, los no residentes redujeron su posición en más de 9.940 millones de euros.

Un mayor detalle de la evolución de las emisiones brutas y netas se recoge en los anexos II.11 y II.12 respectivamente.

3.1.2 Negociación

El Mercado de Deuda Pública Anotada sigue siendo, por volumen negociado, el mayor de los mercados organizados de valores² españoles.

En este mercado se distinguen dos grandes ámbitos de negociación: contratación entre las entidades titulares de cuenta y contratación de las entidades gestoras con terceros. La que se efectúa entre titulares de cuenta tiene, a su vez, dos posibles modalidades: la contratación a través de las plataformas electrónicas (Senaf, MTS-España, EuroMTS, Brokertec, etc.)³ y la negociación bilateral.

Tanto en el segmento de titulares como en el de terceros, la operativa puede ser a vencimiento (en operaciones al contado y a plazo) o temporal (pacto de recompra o

1. "Estrategia de emisión de los valores del Tesoro 2007" de la Dirección General del Tesoro.

2. De renta fija o variable.

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

repos y simultáneas). Dentro de las plataformas electrónicas, Senaf ofrece negociación al contado con obligaciones y bonos del Estado y letras del Tesoro, y negociación en operaciones simultáneas con obligaciones y bonos del Estado. Por su parte, EuroMTS, Brokertec y MTS-España ofrecen sobre todo negociación al contado con las principales referencias de bonos y obligaciones. En la plataforma MTS-España se podían negociar también operaciones simultáneas hasta marzo de 2007, fecha en que decidió cerrar ese segmento.

Contratación de deuda del Estado. Conjunto del mercado

CUADRO 3.2

Importes en millones de euros

	2003	2004	2005	2006	2007	% var. 07/06
Letras	2.607.855	2.273.364	2.230.370	1.695.552	1.594.556	-6,0
A vencimiento	90.195	115.549	116.478	93.332	57.925	-37,9
Contado	89.751	114.951	116.087	92.831	57.363	-38,2
Plazo	444	598	390	501	561	12,0
Pacto de recompra	2.076.928	1.770.719	1.709.753	1.185.339	1.230.166	3,8
Simultáneas	440.732	387.095	404.139	416.881	306.466	-26,5
Bonos y Obligaciones	18.682.471	20.560.318	19.989.574	20.919.806	21.069.771	0,7
A vencimiento	2.220.233	2.133.892	2.531.614	3.137.244	3.413.112	8,8
Contado	2.157.130	2.021.747	2.222.121	2.810.314	3.120.022	11,0
Plazo	63.103	112.145	309.494	326.931	293.090	-10,4
Pacto de recompra	9.100.744	10.707.375	9.700.501	9.850.419	9.741.672	-1,1
Simultáneas	7.361.493	7.719.051	7.757.459	7.932.144	7.914.986	-0,2
Total	21.290.326	22.833.682	22.219.944	22.615.358	22.664.327	0,2

Fuente: Banco de España.

La contratación de deuda del Estado, incluyendo los repos, registró en 2007 un leve crecimiento (0,2%) respecto a la de 2006. Sin embargo, si se considera exclusivamente la operativa a vencimiento (al contado y a plazo) el aumento fue mayor (7,4%). El aumento de la contratación se ha debido a un mayor dinamismo en la negociación de bonos y obligaciones del Estado (8,8%) ya que la contratación de letras del Tesoro disminuyó un 37,9%.

Durante todo el ejercicio se mantuvieron bastante estables los volúmenes de contratación en la deuda pública aunque los datos mensuales permiten observar unos niveles más elevados en el periodo julio-septiembre. En este periodo se produjo un aumento de la contratación debido a la fuerte demanda de activos de la más alta calidad crediticia debido a la crisis internacional de las *subprime* (véase capítulo 1). Durante esos meses, el índice de rotación⁴ de las operaciones simples al contado de bonos y obligaciones del Estado (de deuda segregada) alcanzó sus niveles máximos con valores por encima de 130. Este índice de rotación aumentó en términos medios significativamente, pasó de 92 en 2006 a 101 en 2007, lo que indica una mayor escasez de títulos disponibles para la contratación.

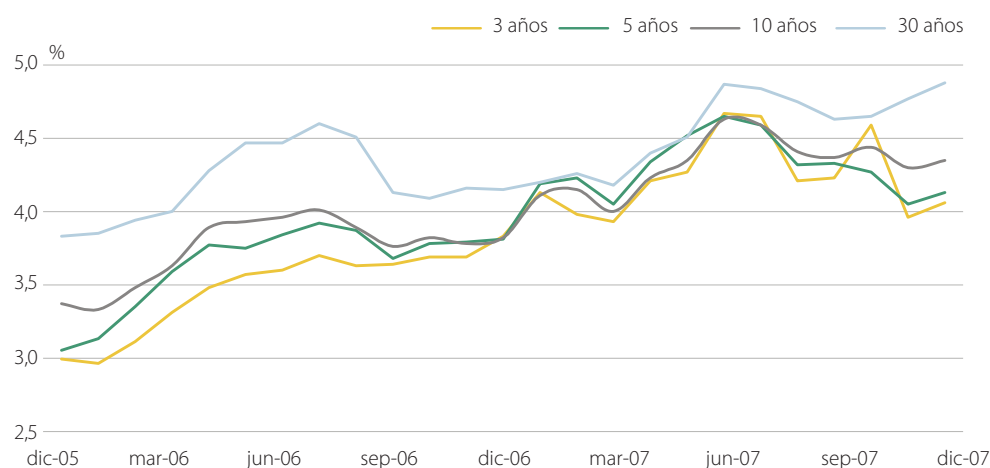
4. Ratio calculado por el Banco de España para deuda no segregada como: (Importe negociado / Saldo en circulación)*100. En relación a periodos anteriores los valores alcanzados durante todo el año se pueden calificar de elevados.

La contratación entre titulares disminuyó un 11,1%⁵ en las operaciones a vencimiento. Si se incluyen también las operaciones con pacto de recompra, el descenso fue de solo un 0,8%. El descenso en las operaciones a vencimiento se explica en gran medida por el nuevo retroceso⁶ en la contratación realizada a través de las plataformas electrónicas, un 25,0%. Sin embargo, la negociación de titulares con terceros aumentó un 10,9% en las operaciones a vencimiento y un 0,7% en total, exclusivamente por el aumento de la contratación de deuda a medio y largo plazo.

En los anexos II.13 a II.16 hay un mayor detalle de la evolución de la contratación en el Mercado de Deuda Pública Anotada.

Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo

GRÁFICO 3.2



Fuente: Banco de España.

Tanto los tipos de interés de las letras del Tesoro, como la rentabilidad de los bonos y obligaciones del Estado se mantuvieron siempre por encima de los registrados en diciembre de 2006. Sin embargo, tuvieron un comportamiento desigual a lo largo del año. En los meses de enero a junio su comportamiento fue ascendente mientras que en los meses de julio a diciembre su comportamiento fue descendente. Las razones para este cambio de tendencia han sido dos: un descenso en las previsiones de crecimiento de la economía, tanto a corto como a largo plazo, y el interés de los inversores por la deuda pública como valores refugio.

Las letras del Tesoro a 12 meses cerraron el ejercicio en el 4,11%, 33 puntos básicos por encima del registrado en diciembre de 2006, si bien había llegado a subir 65 puntos básicos hasta julio.

Los bonos y obligaciones del Estado registraron subidas en su rentabilidad hasta junio que fue cuando alcanzaron su máximo en todos los plazos. En junio las subidas de los tipos se situaban entre los 81 puntos básicos del plazo de diez años y los

5. Por los descensos de un 44,1% de las letras del Tesoro y de un 6,4% de los bonos y obligaciones.

6. El importe de la negociación de deuda pública realizada a través de las plataformas de contratación electrónica ha venido descendiendo año tras año desde 2003, ejercicio en el que supuso el 13,8% del total; en 2007 sólo ha representado el 2,5%.

84 puntos básicos del de tres años. Posteriormente, las expectativas más pesimistas sobre el crecimiento económico futuro provocaron una reducción de las rentabilidades. Al final del ejercicio las rentabilidades se situaron en el 4,06% en el plazo de tres años (+23 puntos básicos respecto a diciembre de 2006), en el 4,13% en el plazo de cinco años (+ 32 puntos básicos) y en el 4,35% en el plazo de diez años (+ 53 puntos básicos).

3.2 Renta fija privada

La crisis hipotecaria y financiera tuvo importantes repercusiones en los mercados de renta fija privada españoles al igual que en los mercados internacionales de bonos. Las primas de riesgo crediticio de los emisores españoles aumentaron significativamente lo que redujo las emisiones especialmente en el último trimestre del año, excepto en los pagarés de empresa y en los bonos de titulización. Como se ha señalado al principio del capítulo, el importante volumen de emisiones en los bonos de titulización se explica porque, en muchos casos, ante las distorsiones en el mercado interbancario, las propias entidades bancarias originadoras de los bonos optaron por la adquisición de estos activos, en previsión a su posible utilización como garantía para obtener financiación del Banco Central Europeo.

3.2.1 Mercado primario

El importe nominal total de las emisiones brutas de renta fija privada efectuadas por emisores españoles en 2007 fue de 723.075 millones de euros, lo que supone un aumento del 18,8% respecto a 2006 (véase cuadro 3.1). Ello fue el resultado de un incremento del 24% en el importe de las emisiones realizadas dentro del territorio nacional y de un descenso del 13% en el de las efectuadas en los mercados exteriores sin pasar por los registros de la CNMV.

Las emisiones brutas registradas en la CNMV⁷ se incrementaron en 2007 hasta los 648.757 millones de euros (véase cuadro 3.3). Uno de los aspectos más destacables en el año fue el descenso de las emisiones de cédulas hipotecarias, cédulas territoriales y bonos y obligaciones. Esta reducción comenzó a producirse en el tercer trimestre del año y se agudizó en el cuarto trimestre. Así por ejemplo, las emisiones de cédulas hipotecarias pasaron de tener un importe de 15.646 millones de euros en la primera mitad del año a 9.050 millones de euros en la segunda mitad del año. En los bonos y obligaciones no convertibles, las emisiones registradas en el primer y segundo trimestre habían superado los nueve mil millones de euros en ambos periodos. En el cuarto trimestre sólo se registraron 257 millones de euros.

Ante esta evolución se acentuó la tendencia de los últimos años de concentración de las emisiones en los bonos de titulización y en los pagarés de empresa. Entre 2004 y 2006, las emisiones de estos dos activos representaron en torno al 81% del total de emisiones registradas en la CNMV. En 2007, este porcentaje aumentó hasta el 90% principalmente por el incremento del peso relativo de los bonos de titulización que pasaron de representar un 17,5% en 2006 a un 21,8% en 2007.

7. En los anexos II.18 a II.21 se detallan las principales emisiones registradas en la CNMV.

Emisiones brutas registradas en la CNMV: detalle por instrumentos

CUADRO 3.3

Importes nominales en millones de euros

	2003	2004	2005	2006	2007	2007			
						I T	II T	III T	IV T
A largo plazo	83.841	115.359	149.894	188.674	206.323	59.304	49.990	41.318	55.711
Bonos y obligaciones no convertibles	17.943	38.124	41.907	46.688	27.416	9.982	9.427	7.750	257
de deuda subordinada	4.101	4.395	1.905	6.555	2.381	937	342	1.095	7
Bonos y obligaciones convertibles	187	67	163	68	0	0	0	0	0
Cédulas hipotecarias	17.864	19.074	35.560	44.250	24.696	8.400	7.246	6.525	2.525
Cédulas territoriales	4.200	1.600	1.775	5.150	5.060	1.450	1.500	2.000	110
Bonos de titulización	36.740	50.525	69.044	91.608	141.627	39.392	31.518	17.898	52.819
de activos (BTA)	31.710	45.635	62.194	87.308	136.887	38.428	30.468	17.898	50.094
hipotecarios (BTH)	5.030	4.890	6.850	4.300	4.740	964	1.050	0	2.726
Participaciones preferentes	3.760	5.542	1.356	911	225	80	75	70	0
Otras emisiones	3.146	428	89	0	7.300	0	225	7.075	0
A corto plazo	155.767	214.603	264.360	334.457	442.433	114.144	106.967	122.465	98.857
Pagarés de empresa	155.767	214.603	264.360	334.457	442.433	114.144	106.967	122.465	98.857
de titulización de activos	3.870	3.724	2.765	1.993	465	156	139	85	85
Total	239.608	329.962	414.254	523.131	648.757	173.448	156.957	163.783	154.568

Fuente: CNMV.

Los pagarés de empresa continuaron siendo la principal fuente de financiación de los emisores españoles⁸. El volumen emitido se mantuvo ligeramente por encima de 221 mil millones de euros tanto en el primer semestre de 2007 como en el segundo.

La negociación de instrumentos de renta fija privada en España se realiza en dos mercados, AIAF y las bolsas de valores. En AIAF están admitidos a cotización todo tipo de activos excepto los bonos y obligaciones convertibles que se admiten a negociación únicamente en las bolsas. La distribución y evolución del número de emisores, número de emisiones y el saldo vivo de cada ámbito de negociación de renta fija privada se ha recogido en los cuadros 3.4 y 3.5.

Emisores, emisiones y saldo vivo de renta fija en AIAF

CUADRO 3.4

Importes nominales en millones de euros

	Nº de emisores		Nº emisiones		Saldo vivo		% var. 06/07
	2006	2007	2006	2007	2006	2007	
Pagarés de empresa	69	73	2.242	2.493	70.779	98.468	39,1
Bonos y Obligaciones	390	456	1.319	1.673	377.090	491.574	30,4
bonos de titulización	257	316	856	1.157	222.866	328.925	47,6
Cédulas hipotecarias	13	14	83	111	129.710	150.906	16,3
Cédulas territoriales	5	7	11	19	9.525	16.375	71,9
Bonos matador	19	15	26	18	1.839	1.238	-32,7
Total	433	492	3.681	4.314	588.942	758.560	28,8

Fuente: AIAF y elaboración propia.

8. El detalle de los principales emisores por tipo de producto puede consultarse en los anexos II.19 y II.21.

Emisores, emisiones y saldo vivo de renta fija en bolsa

CUADRO 3.5

Importes nominales en millones de euros

	Nº de emisores		Nº emisiones		Saldo vivo		% var. 06/07
	2006	2007	2006	2007	2006	2007	
Total¹	57	53	264	249	17.105	25.655	50,0
Deuda CC.AA.	3	3	89	83	8.320	8.863	6,5
Otros	54	50	175	166	8.786	16.792	91,1
Bolsa de Barcelona	46	44	201	188	15.198	16.726	10,1
Bolsa de Bilbao	40	33	108	84	3.290	2.457	-25,3
Bolsa de Madrid	32	28	94	74	2.678	8.965	234,7
Bolsa de Valencia	36	32	144	125	3.796	3.233	-14,8

Fuente: Bolsas de valores y elaboración propia.

1. No incluye Deuda Anotada.

Como puede apreciarse, la mayor parte de las emisiones se negocia en AIAF. Su saldo vivo representó un 97% de la suma de AIAF y bolsas a finales de 2007. El importe nominal vivo a finales de año de las emisiones admitidas a cotización en AIAF alcanzó los 758.560 millones de euros, un 28,8% más que a finales de 2006.

En las bolsas, el saldo vivo admitido (al margen de la Deuda Anotada) a finales de 2007 fue de 25.655 millones de euros, lo que supone un aumento del 50% anual. Esta variación se debió principalmente a la emisión de bonos de canjeables de Santander Emisora 150 por un importe de 7.000 millones de euros que se admitió a cotización en la bolsa de Madrid. Además, se produjo la admisión a cotización de 57 nuevas emisiones de deuda de las Comunidades Autónomas de las que la Generalidad de Cataluña es el emisor más importante.

Las emisiones de titulización

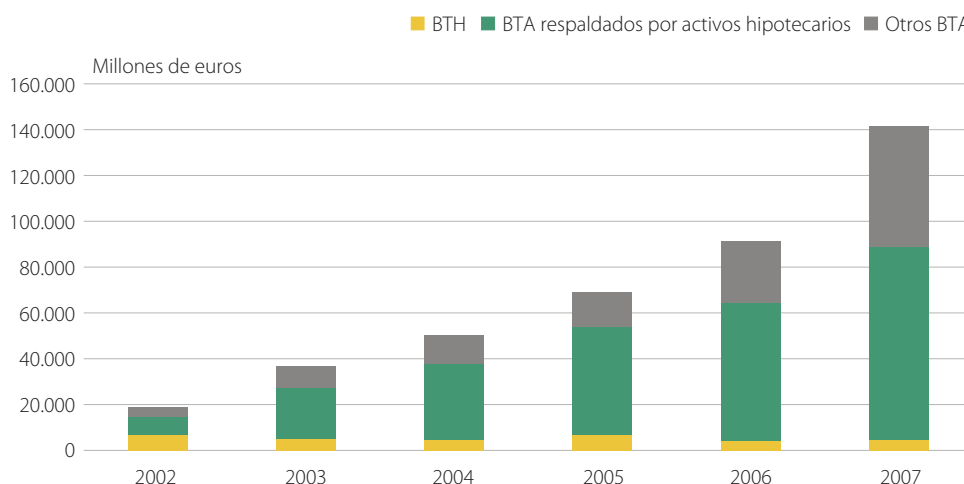
El comportamiento de las emisiones de titulización fue otro de los aspectos más relevantes en los mercados de renta fija españoles en 2007. Frente al comentado descenso de las emisiones de otros productos, las de los bonos de titulización dentro del territorio nacional crecieron un 55% en 2007, hasta alcanzar una cifra récord de 141.627 millones de euros. Los bonos de titulización de activos (BTA) constituyeron el grueso de estas emisiones con 136.887 millones de euros, un 55% más que en 2006. Los bonos de titulización hipotecaria (BTH) crecieron menos, un 10%, alcanzando los 4.740 millones de euros.

La evolución temporal de estas emisiones muestra que el fuerte crecimiento de las cifras de emisión anuales se debió principalmente al significativo aumento registrado en el cuarto trimestre (véase cuadro 3.3 y recuadro siguiente). En el primer trimestre del año el importe de las emisiones de bonos de titulización fue elevado. Posteriormente se produjo una moderación que se intensificó en el tercer trimestre por el efecto generalizado de reducción de la actividad en los mercados primarios ante la crisis hipotecaria. En el cuarto trimestre la actividad emisora alcanzó niveles máximos históricos. El volumen emitido de bonos de titulización en los tres últimos meses de 2007 fue de 52.819 millones de euros, una cifra muy superior a la media trimestral del primer semestre de 2007, 35.455 millones de euros, y al promedio trimestral entre 2004 y 2006, 17.598 millones de euros.

Por tipo de activo titulado, las emisiones más importantes continuaron siendo las respaldadas por activos hipotecarios, si bien su peso relativo disminuyó en 2007 por el importante aumento de las emisiones de BTA respaldados por préstamos a empresas (véase anexo II.22 y gráfico 3.3).

Evolución de las emisiones de titulización registradas en la CNMV

GRÁFICO 3.3



Fuente: CNMV.

El fuerte aumento del importe de las emisiones de bonos de titulización se debió no sólo al aumento del número de emisiones sino también a un aumento del tamaño medio de las emisiones. Las operaciones que superaron los 1.500 millones de euros fueron 33 y su importe representó el 72,5% del total de emisiones de bonos de titulización. En 2006, el número de operaciones fue 21 y su peso relativo un 61,5%.

La titulización en España en el ejercicio 2007

Durante el año 2007, el mercado español de titulización ha alcanzado los 142.092 millones de euros en emisiones de bonos y pagarés de titulización cotizados, lo que supone un crecimiento del 51,8% respecto al año 2006. A pesar de que las cifras ponen de manifiesto un crecimiento elevado e, incluso, una aceleración respecto a los crecimientos en torno al 30% de años anteriores, hay que resaltar que el 2007 ha sido un año irregular con dos partes claramente diferenciadas.

En el primer semestre del año 2007, el mercado de titulización evolucionó de manera positiva, siguiendo la línea de años anteriores. Una parte importante de los bonos AAA españoles se colocaron en el mercado extranjero durante este periodo como venía haciéndose históricamente.

Sin embargo, en la segunda mitad del año, la crisis desencadenada en EE.UU. por las hipotecas *subprime* afectó al mercado europeo de titulización y, por lo tanto, al mercado español. El desinterés de los inversores extranjeros por valores de titulización españoles y los problemas de liquidez han implicado la exigencia de mayores primas a los bonos de titulización. Dado que el mercado ha estado prácticamente cerrado, muchas entidades optaron por recurrir

a la titulización con el objetivo de disponer de colateral que pudiera servir para obtener liquidez del Banco Central Europeo. Esta circunstancia ha quedado reflejada en los folletos de emisión a propuesta de la CNMV. En estos casos, las entidades cedentes suscribieron el 100% de los bonos emitidos a márgenes ajustados. Esta operativa ha permitido que el volumen de emisiones de titulización se haya mantenido durante los últimos meses del año. En este periodo final del año, junto a los activos hipotecarios predominaron los préstamos concedidos a PYMES y empresas, que crecieron un 64,9% en el conjunto del año respecto al año 2006.

En cuanto a las características y novedades de los fondos constituidos durante el año 2007 destaca el auge de los fondos de titulización compartimentados, constituidos como programas de emisión de bonos de titulización, que permiten una mayor agilidad para tramitar nuevas emisiones. A la consolidación de los programas de cédulas (se creó un nuevo programa), hay que añadir la constitución de dos nuevos programas para generar colateral, uno de préstamos hipotecarios y otro de préstamos concedidos a empresas. Los activos más novedosos que se han cedido a fondos de titulización durante el ejercicio han sido derechos de crédito derivados de disposiciones de Líneas de Mediación concedidas por el ICO a entidades financieras, por 13.169 millones de euros, contratos de arrendamiento financiero, préstamos subordinados de fondos de titulización de cédulas y derechos de crédito futuros, si bien en este caso el fondo se constituyó como una operación privada.

Por último, en el año 2007 se han producido dos novedades normativas que afectan a los fondos de titulización: la Ley 41/2007, de 7 de diciembre, de modificación de la Ley de Regulación del Mercado Hipotecario (Ley 2/1981), que facilita la emisión en serie de bonos hipotecarios al no ser necesaria la inscripción registral, crea la figura de los activos de sustitución y reduce el límite de emisión de cédulas hipotecarias del 90 al 80% de la cartera; y la Orden PRE/3/2007, de 10 de enero, sobre los Convenios de Promoción de Fondos de Titulización de Activos para favorecer la financiación empresarial.

Las emisiones en el exterior

En 2007 las emisiones en el exterior realizadas por emisores españoles descendieron hasta los 74.318 millones de euros desde los 85.383 millones de euros del año anterior. Se rompió así con la tendencia ascendente que venían mostrando en los últimos años y que había llevado en 2006 a emitir más bonos y obligaciones en el exterior que en territorio nacional (véase cuadro 3.6). En 2007 las emisiones de bonos y obligaciones se redujeron un 49,1% anual. También fue importante la caída de las emisiones de titulización, tanto de pagarés como de bonos.

Las entidades financieras explican casi el 90% del total de emisiones brutas. En particular, las filiales de Santander concentraron más del 50% y, dentro de las no financieras, el grupo Telefónica emitió cerca del 10% del total. Las plazas financieras más utilizadas fueron Londres con el 51% del total y Luxemburgo con el 46%.

En cuanto a la distribución por divisas, el 60% fue emitido en euros, el 26% en dólares americanos, el 10% en libras esterlinas y el 4% restante en otras monedas

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

CUADRO 3.6

Mercados y emisores
Mercados de renta fija

Importes nominales en millones de euros

	2003	2004	2005	2006	2007	% var. 07/06
A largo plazo	842	7.320	36.886	59.719	37.469	-37,3
Total	400	7.047	35.687	58.314	36.944	-36,6
Participaciones preferentes	400	905	1.915	1.004	1.537	53,1
Obligaciones subordinadas	0	2.250	1.487	5.633	9.086	61,3
Bonos y obligaciones	0	3.891	32.285	51.677	26.322	-49,1
Bonos de titulización	442	274	1.199	1.405	525	-62,6
A corto plazo	11.562	13.701	15.204	25.664	38.472	49,9
Pagarés de empresa	11.562	13.701	15.204	25.664	38.472	49,9
de titulización de activos	10.422	13.045	12.367	16.517	12.088	-26,8
Total	12.404	21.021	52.090	85.383	75.942	-11,1

Fuente: Banco de España.

(yenes, pesos mejicanos, dólares canadienses y coronas checas). Los pagarés y bonos de titulización emitidos fuera de España se realizaron exclusivamente en euros.

3.2.2 Mercado secundario

En 2007 la contratación de renta fija privada en AIAF y en las bolsas de valores volvió a superar el billón de euros (1.218.194 millones de euros) gracias a la negociación en AIAF cuyo peso alcanzó el 92,6% del total de la contratación de renta fija privada (véase cuadros 3.7 y 3.8).

Durante 2007 la contratación en el mercado AIAF superó por primera vez el billón de euros (1.127.478 millones de euros). Ya desde principios de año se observó una

Contratación total en AIAF

CUADRO 3.7

Importes nominales en millones de euros

	2003	2004	2005	2006	2007	% var. 07/06
Total	384.089	572.030	877.812	910.494	1.127.478	23,8
Por tipo de activo						
Pagarés	265.604	291.903	408.185	489.069	568.010	16,1
Bonos y obligaciones	94.694	227.127	404.410	344.698	469.533	36,2
bonos de titulización	70.037	171.725	313.778	257.629	378.005	46,7
Cédulas hipotecarias	16.745	46.014	60.061	70.113	80.811	15,3
Cédulas territoriales	3.939	3.357	2.740	3.659	7.750	111,8
Bonos matador	3.107	3.629	2.416	2.954	1.374	-53,5
Por tipo de operación						
Simple	142.861	242.333	322.819	386.369	416.478	7,8
Repo	191.866	197.778	284.520	330.840	441.363	33,4
Simultánea	49.362	131.919	270.473	193.285	269.637	39,5

Fuente: AIAF y elaboración propia.

Contratación de renta fija en las bolsas

CUADRO 3.8

Importes nominales en millones de euros

	2003	2004	2005	2006	2007	% var. 07/06
Total	66.566	77.017	87.998	89.758	90.716	1,1
Deuda CC.AA. ¹	64.758	76.259	83.204	84.261	83.866	- 0,7
Otros	1.753	717	4.758	5.462	6.816	29,4
Valores del mercado de deuda anotada	55	41	36	36	34	- 5,7

Fuente: Bolsas de valores y elaboración propia.

1. Generalitat de Cataluña, Generalitat Valenciana y Gobierno Vasco. No incluye: Instituto Catalán de Finanzas, Diputación Foral de Vizcaya y Consorcio de Transportes de Vizcaya.

mayor actividad a la registrada en 2006 siendo julio el mes con mayor negociación en este mercado, consiguiendo un récord histórico.

La contratación en el mercado AIAF puede realizarse entre miembros del mercado (cuenta propia) o entre miembros y clientes. Las operaciones por cuenta propia registraron el principal aumento en 2007 (un 39,6%) (véase anexo II.23).

No obstante, del total contratado en AIAF en 2007, un 50% correspondió a pagarés de empresa. Las operaciones con este tipo de activos se llevaron a cabo principalmente entre los miembros del mercado y sus clientes (526.767 millones de euros). Por su parte, las operaciones con bonos de titulización se concentraron entre los propios miembros del mercado (205.044 millones de euros).

Por tipo de operación, cabe resaltar el crecimiento de las operaciones dobles, tanto repos, que pasaron a ser las más utilizadas, como simultáneas. El grueso de las operaciones simples correspondió a los pagarés y a los bonos de titulización, ambos con el 30% del total.

En el mercado bursátil, la contratación efectuada en la Bolsa de Barcelona tuvo un volumen de 86.669 millones de euros, concentrando el 95,5% del total contratado en las bolsas nacionales. De este importe, 80.434 millones correspondió a la contratación a través de corros de la deuda emitida por la Generalitat de Cataluña y 6.022 millones a bonos de titulización de activos, un 24% mayor a 2006, que se contrata en exclusiva en el mercado de corros de dicha bolsa.

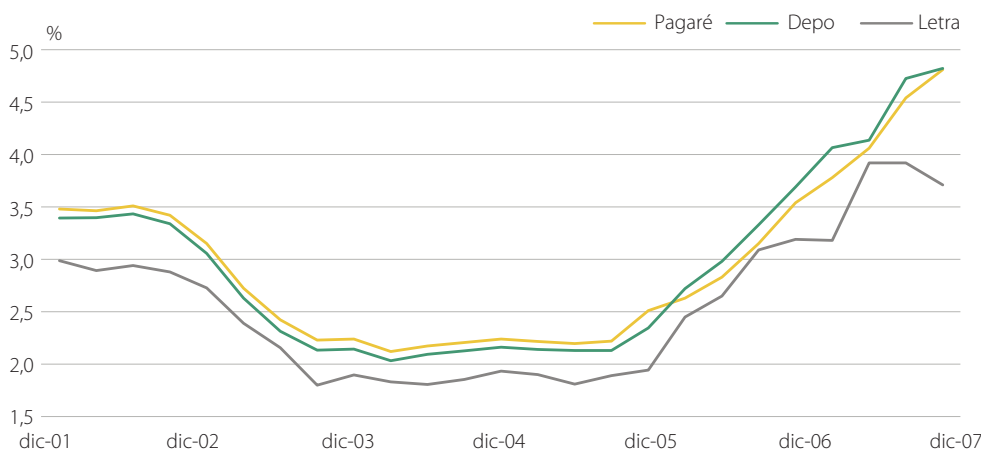
La prima de riesgo de la deuda corporativa cambió drásticamente durante 2007. A corto plazo, la falta de liquidez asociada a la incertidumbre en los mercados monetarios provocó que los pagarés de empresa registraran un importante crecimiento de los tipos de interés (127 puntos básicos) superior incluso al de los depósitos (113 puntos básicos). Ambos tipos de interés terminaron el año cerca del 4,80%.

Sin embargo, la inestabilidad y el cambio de expectativas que se produjo en los mercados monetarios se vio reflejado en los tipos de interés de los repos a tres meses sobre letras del Tesoro que acabó 2007 en el 3,70%, con una subida de 52 puntos básicos respecto a 2006. El diferencial entre los pagarés y las letras superó a finales de año los 100 puntos básicos, que es un nivel máximo desde hace 15 años.

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

GRÁFICO 3.4

Mercados y emisores
Mercados de renta fija

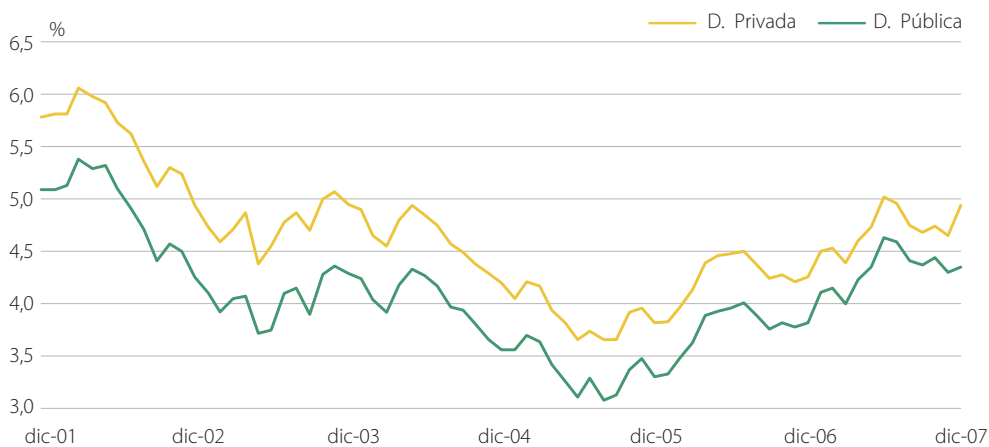


Fuente: Banco de España.

La rentabilidad de la deuda corporativa a diez años acabó 2007 en 4,94%, 68 puntos básicos por encima de la de finales de 2006. La prima de riesgo crediticia tuvo un cambio significativo en los dos últimos meses de 2007. Hasta octubre la tendencia fue decreciente como venía ocurriendo en los últimos años. En este mes el diferencial se situó en un mínimo de 30 puntos básicos. El posterior incremento de las rentabilidades de la deuda privada elevó dicho diferencial hasta los 60 puntos básicos (véase gráfico 3.5).

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

GRÁFICO 3.5



Fuente: Banco de España.

4. Registro, contrapartida, compensación y liquidación

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

En cuanto a la actividad de contrapartida, hasta la aprobación, en noviembre de 2002, de la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, la prestación de este servicio se circunscribía al ámbito de los mercados oficiales de productos derivados, donde era el propio mercado MEFF quien lo ofrecía. Desde el año 2003 se cuenta ya con una entidad, MeffClear, que presta este servicio en otros ámbitos, en concreto en la negociación de repos sobre deuda en SENAF y en algunas otras operaciones bilaterales de deuda¹.

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

4.1 Iberclear

La “Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. Unipersonal», cuyo nombre comercial es Iberclear, tiene encomendadas las funciones de registro, compensación y liquidación de valores para los valores de ámbito nacional. Iberclear es propiedad al 100% del holding Bolsas y Mercados Españoles (BME) y su actividad principal se desarrolla en el ámbito de los valores que se negocian en los mercados bursátiles, de deuda pública y AIAF. Al finalizar 2007 Iberclear contaba con 216 entidades participantes, quince menos que en 2006 (ver cuadro 4.1). Hay que destacar la pérdida de 16 entidades participantes en la compensación y liquidación de valores de deuda pública.

1. En los acuerdos bilaterales de deuda que se negocian fuera de la plataforma SENAF son las partes las que deciden si en la operación se interpone o no Meffclear.

Entidades participantes en Iberclear		CUADRO 4.1
	2006	2007
Total Iberclear¹	231	216
Miembros de:		
Bolsas	93	93
Latibex	79	79
AIAF	73	74
Deuda Pública	190	174

Fuente: Iberclear.

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

En líneas generales, los indicadores de actividad de las dos plataformas gestionadas por Iberclear (Iberclear-CADE e Iberclear-SCLV) reflejaron la evolución de la contratación en los mercados de referencia (ver capítulos 2 y 3).

4.1.1. Iberclear-CADE

En cuanto a las labores de registro en esta plataforma, a fin de año había 4.838 emisiones registradas con un valor nominal de 1.130.303 millones de euros. Las emisiones admitidas a cotización en AIAF supusieron el 92,8% del total y concentraron el 69,0% del valor total registrado. Respecto al año anterior, las emisiones del mercado de AIAF se incrementaron notablemente, así como sus importes nominales. El mercado de deuda pública mantuvo un crecimiento más moderado (ver cuadro 4.2).

Iberclear - CADE. Actividades de registro

CUADRO 4.2

Importes en millones de euros.

	Deuda Pública		AIAF		Total		% var
	2006	2007	2006	2007	2006	2007	
Valores Registrados							
Número de emisiones	331	345	3.801	4.493	4.132	4.838	17,1
Importe nominal	343.914	350.350	610.531	779.953	954.445	1.130.303	18,4

Fuente: CNMV.

Iberclear-CADE liquidó en 2007 un total de 8.740.385 operaciones, de las que el 84% correspondieron al Mercado de Deuda en Anotaciones y el resto a AIAF. En relación con el año anterior, aumentaron el número y el importe de las operaciones de deuda pública. También aumentó el importe de las operaciones de AIAF (31,1%). Sin embargo el número de operaciones descendió (ver cuadros 4.3 y 4.4). Esto cambia la tendencia de los últimos años, donde la negociación, en número de operaciones, de la deuda de las empresas crecía a un ritmo importante y donde la negociación de la deuda pública descendía. Como es habitual, dentro de las operaciones del Mercado de Deuda en Anotaciones, las más numerosas fueron las de repos y las simultáneas.

En el caso de las operaciones de AIAF, las más numerosas fueron las de compra-venta simple al contado. El resto de operaciones aumentó, salvo en las operaciones con traspaso a vencimiento donde se produjo un descenso del 44%.

Iberclear-CADE. Número de operaciones liquidadas

CUADRO 4.3

Mercados y emisores
Registro, contrapartida,
compensación y liquidación

Tipo de operación	Deuda Pública		AIAF		Total		% var
	2006	2007	2006	2007	2006	2007	
Compras y ventas simples	233.814	242.656	788.343	919.277	1.022.157	1.161.933	13,7
Repos y simultaneas	6.303.971	6.392.623	108.470	174.366	6.412.441	6.566.989	2,4
Trasposos a vencimiento	483.166	543.726	488.187	273.088	971.353	816.814	-15,9
Trasposos temporales	185.759	160.242	0	0	185.759	160.242	-13,7
Transferencias por garantías financieras	1.278	1.454	18.848	32.953	20.126	34.407	71,0
Total	7.207.988	7.340.701	1.403.848	1.399.684	8.611.836	8.740.385	1,5

Fuente: CNMV.

Iberclear— CADE. Importe de las operaciones liquidadas¹

CUADRO 4.4

Importes en millones de euros.

Tipo de operación	Deuda Pública		AIAF		Total		% var
	2006	2007	2006	2007	2006	2007	
Compras y ventas simples	3.960.190	3.964.073	474.810	511.888	4.435.000	4.475.961	0,9
Repos y simultaneas	45.487.738	47.506.147	1.026.220	1.374.130	46.513.958	48.880.277	5,1
Trasposos a vencimiento	13.459.453	14.190.191	2.859.383	3.449.720	16.318.836	17.639.911	8,1
Trasposos temporales	579.540	740.198	0	0	579.540	740.198	27,7
Transferencias por garantías financieras	49.618	40.147	437.411	955.171	487.029	995.318	104,4
Total	63.536.539	66.440.756	4.797.824	6.290.909	68.334.363	72.731.665	6,4

Fuente: CNMV.

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

En 2007 se registró un número de incidencias superior al habitual. Este aumento se debió fundamentalmente a dos motivos: la adaptación al nuevo sistema de comunicación de la plataforma, el llamado Sistema Unificado de Case², y la escasez de títulos, sobre todo de deuda pública, que puntualmente dejó a las entidades sin posibilidad de cubrir las posiciones cortas al final del día. El número de incidencias por aportación insuficiente de valores en la fecha de liquidación se incrementó un 158%, esto supuso un aumento del 329% en términos de volumen descubierto.

A pesar del aumento significativo en el número incidencias de la plataforma, estas suponen porcentajes poco relevantes respecto al total liquidado, (0,01% del número de operaciones y 0,03% del importe liquidado).

2. El Sistema Unificado de Case (SUC-Renta Fija) forma parte del proyecto estratégico denominado Ventana Unificada de Comunicaciones de Iberclear. El SUC-Renta Fija tiene como objetivo unificar los procedimientos de case de las operaciones de carácter bilateral. Este procedimiento permite a las entidades participantes comunicar y casar sus órdenes de manera más flexible y eficiente al incorporar un nuevo mecanismo de retención y liberación de órdenes que da la opción de eliminar el pre-case telefónico.

4.1.2 Iberclear – SCLV

En 2007, Iberclear-SCLV tenía registradas 6.005 emisiones, con un valor nominal de 106.589 millones de euros. Con respecto al año anterior, se produjo un aumento tanto del número de emisiones como del importe nominal liquidado (ver cuadro 4.5).

Iberclear SCLV. Actividad de registro

CUADRO 4.5

Importes en millones de euros

Valores registrados	Bolsa			Latibex		
	2006	2007	% var	2006	2007	% var
Número de emisiones	4.846	6.005	23,9	38	39	2,6
Importe registrado ¹	89.151	106.589	19,6	202	258	27,7

Fuente: CNMV.

1. Importe nominal para bolsa y efectivo para Latibex.

Considerando conjuntamente las bolsas y Latibex, el número de operaciones liquidadas en 2007 fue de 30.095.914, con un valor efectivo de 3.998.667 millones de euros. El número de operaciones liquidadas aumentó un 37,5% respecto a las de 2006, mientras que su volumen efectivo creció un 47,6%. En el caso de Latibex, si bien el importe liquidado se incrementó, el número de operaciones descendió, rompiendo la tendencia de los últimos años. Este comportamiento es coherente con lo acontecido en el mercado (véase capítulo 2).

Además de liquidar operaciones de compraventa de valores, Iberclear realiza traspasos entre titulares siempre que se mantenga la titularidad de dichos valores. Los traspasos pueden ser libres de pago o contra pago. En 2007, en las bolsas disminuyeron los traspasos libres de pago y aumentaron los traspasos contra pago, tanto en número de operaciones como en importe efectivo. En el caso de Latibex sucedió lo contrario, aumentaron los traspasos libres de pago y disminuyeron los traspasos contra pago, tanto en número de operaciones como en importe efectivo (ver cuadro 4.6).

Iberclear SCLV. Operaciones liquidadas

CUADRO 4.6

Importes en millones de euros.

Operaciones	Bolsa				Latibex			
	Nº operaciones		Importe		Nº operaciones		Importe	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007
Compras y ventas	20.738.244	28.820.285	2.281.955	3.311.862	87.180	84.836	1.454	1.731
Vtas. Vencidas	52.926	77.233	11.332	19.724	2.942	2.363	128	99
Recompras	600	898	152	113	6	31	0	1
Traspasos l/p.	297.948	228.384	0	0	1.542	1.720	0	0
Traspasos c/p.	756.087	957.025	424.672	684.904	3.827	3.664	172	170
Total	21.792.279	30.005.694	2.706.627	3.996.766	92.549	90.220	1.626	1.901

Fuente: CNMV.

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

En este ejercicio, la eficiencia en la liquidación ha sido menor respecto al año anterior. Así, el importe de las ventas vencidas³ respecto al total a liquidar representó un 1,19%, empeorando sensiblemente el 0,75% registrado en 2006. De igual modo, el número de ventas no liquidadas en su fecha representó el 0,55% del total de operaciones, frente al 0,34% registrado el año anterior. La pérdida de eficiencia en la plataforma se puede explicar por los elevados niveles de actividad, así como por el gran número de movimientos corporativos y la elevada participación de inversores no residentes.

4.1.3. Innovaciones y mejoras

Durante el año 2007 se han producido diversos cambios normativos que implican modificaciones en la operativa o incluso en la estructura de Iberclear. En algunos casos, Iberclear ya está afrontándolos pero, en otras cuestiones, el horizonte de adaptación de la entidad puede abarcar un periodo prolongado.

A.- Integración europea de las plataformas de compensación y liquidación

En 2007, Iberclear se vio afectada por el desarrollo de diversas iniciativas tanto privadas como públicas que tienen el objetivo de mejorar la integración de los mercados financieros en Europa. Así por una parte, en el ámbito doméstico, se ha finalizado la transposición a la legislación nacional de la MiFID. Por otra parte, en el plano europeo, se ha avanzado en la consecución de las medidas del Código de Conducta para los sistemas de compensación y liquidación impulsado por el Comisario McCreevy y en el diseño del proyecto Target 2 Securities.

1. MiFID:

La transposición de MiFID afectará a los servicios de post contratación que realiza Iberclear en dos aspectos de su funcionamiento. El primer aspecto es la ruptura del principio de concentración de la negociación de renta variable a través de las bolsas. Esto le obliga a desarrollar procedimientos de compensación y liquidación para las operaciones que se puedan realizar en otros ámbitos de negociación. La otra novedad que introduce la MiFID es que establece el principio de libertad de elección por los que participan en la contratación de valores del sistema de compensación y liquidación en el que se procesan sus operaciones. Estos dos retos deberán ser abordados por Iberclear e implicarán cambios significativos en las relaciones entre la contratación y liquidación de las operaciones bursátiles en España.

2. Código de Conducta:

El Código de Conducta es una iniciativa de carácter privado, aunque apoyada por las autoridades comunitarias, destinada a promover la competencia y la plena interoperabilidad entre las infraestructuras de negociación y de post contratación, y de

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

éstas entre sí. El Código de Conducta fue elaborado en 2006 por la Federación Europea de Bolsas (FESE), la Asociación Europea de Cámaras de Compensación y Contrapartida Central (EACH) y la Asociación Europea de Depositarios Centrales de Valores (ECSDA). Aunque se limita a las actividades de post contratación para la renta variable, se espera que más adelante se extienda a otros instrumentos financieros. El Código consta de un conjunto de medidas voluntarias que pretenden mejorar tres aspectos de la compensación y la liquidación, que ya han empezado a ser abordados en 2007:

- Transparencia de precios: Iberclear publicó en su página web sus tarifas así como algunos ejemplos representativos de su aplicación.
- Condiciones de acceso e interoperabilidad: los firmantes del Código redactaron una guía que contiene el marco regulador de las relaciones de acceso e interoperabilidad entre plataformas de post contratación. La adhesión de Iberclear se produjo con la firma de una carta de intenciones el 3 de julio de 2007.
- Diferenciación de servicios y separación contable: todos los miembros de ECSDA acordaron el espectro de servicios que deben diferenciarse de acuerdo con el Código. La Circular de Tarifas de Iberclear⁴, válida desde 1 de enero 2008, ya recoge la estructura acordada en el seno de ECSDA.

3. Target 2 Securities:

El proyecto Target 2 Securities pretende ofrecer a Depositarios Centrales de Valores (CSD) un servicio de liquidación de operaciones de valores, tanto de ámbito nacional como transfronterizo. Los objetivos de este proyecto son: disponer de un procedimiento seguro y armonizado de liquidación, que la liquidación transfronteriza tenga un coste igual a la doméstica, que se garantice la interoperabilidad de las plataformas y que se reduzca la necesidad y costes de financiación.⁵

En la actualidad, se encuentran en proceso de consulta pública el documento relativo a los requerimientos de los usuarios y la metodología para el análisis económico del proyecto. Se prevé que esta fase finalice en la primavera de 2008. Una vez evaluadas las respuestas y elaborada la versión final de los requerimientos de los usuarios, previsiblemente en verano de 2008, el Banco Central Europeo decidirá si pasa a la siguiente fase del proyecto, el de desarrollo de la plataforma⁶ El horizonte de las implicaciones para Iberclear, por lo tanto, es más lejano.

B. Introducción de nuevas operaciones

Iberclear, fijó los criterios para la liquidación de operaciones sobre participaciones de fondos y acciones de sociedades de capital riesgo que cotizan en el MAB, median-

4. Circular de Iberclear 6/2007, de 30 de noviembre.

5. En la memoria de la CNMV sobre el año 2006 se puede obtener una descripción mas detallada del proyecto Target 2 Securities.

6. En referencia a la construcción de la plataforma quedan diversas cuestiones importantes por abordar: la futura estructura de gobierno, la revisión del estudio económico inicial que se realizó dentro del estudio de viabilidad, hasta qué punto permitirá a los DCV reducir sus infraestructuras actuales de liquidación y las opciones a ofrecer a los usuarios cuyo DCV opte por no participar en el Target 2 Securities.

te su Circular 2/2007, de 13 de marzo. Hasta el momento solo un fondo de capital riesgo, BBVA Capital Privado F.C.R, cotiza en el MAB.

C. Mejoras técnicas

Iberclear concluyó en 2007 la implantación del proyecto denominado Sistema Unificado de Case (SUC) que ha venido desarrollando desde el año 2005. El SUC forma parte del proyecto estratégico Ventana Unificada de Comunicaciones que comenzó en 2003 y que tiene como objetivos: mejorar la conectividad unificando los sistemas de intercambio de información entre las dos plataformas (Iberclear-SCLV e Iberclear-CADE), avanzar en la normalización mediante la utilización del estándar internacional 15022 y unificar los procedimientos de case de las operaciones de carácter bilateral. Dentro de este último objetivo es donde está encuadrado el SUC.

El 12 de marzo de 2007 se implantó el SUC-Renta Fija. Este sistema está dedicado al case de órdenes de los participantes en el mercado de renta fija y da servicio a los valores registrados y liquidados en la plataforma Iberclear-CADE. Este nuevo procedimiento permite a las entidades participantes comunicar y casar sus órdenes de manera más flexible y eficiente al incorporar un nuevo mecanismo de retención y liberación de órdenes. Esto permite eliminar el pre-case telefónico. Con la implantación del SUC- Renta Fija, Iberclear da por cerrado el proyecto de Ventana Unificada de Comunicaciones.

D. Gestión del riesgo

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

- Bilateralización de las operaciones especiales.
- Implantación de un algoritmo de asociación de compras y ventas que tienda a minimizar las cadenas de incumplimientos sobrevenidos.
- Ampliación del número de ciclos diarios multilaterales.
- Promoción de los mecanismos de préstamos de valores que se precisen para respaldar las entregas de los títulos bursátiles.
- Revisión de los criterios para la constitución de fianzas en garantía de mercado.

El 28 de febrero de 2007 Iberclear comenzó a aplicar la Circular 5/2006, de 25 de octubre, sobre Fianzas en Garantía del Mercado⁷. En esta Circular se modifican los criterios para determinar el importe que las entidades participantes deben depositar como fianza para garantizar el cumplimiento de las obligaciones derivadas de las operaciones sin liquidar. Esta Circular pretende mejorar la cobertura del riesgo de

7. En mayo de 2008 está prevista la entrada en vigor de una nueva Circular que introducirá más modificaciones en el cálculo de las fianzas.

dichas operaciones, dado que desde la última modificación, los volúmenes de liquidación han aumentando notablemente y que se han producido cambios en los procedimientos de compensación y liquidación.

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

E. Real Decreto 363/2007, de 16 de marzo

El Real Decreto 363/2007, de 16 de marzo, modificó el Real Decreto 116/92, de 14 de febrero, que regula las actividades de Iberclear.

Este Real Decreto tiene como objetivo destacado evitar el efecto de la inflación transitoria de títulos que puede darse en ciertos supuestos de liquidación de operaciones de compraventa de valores. La nueva normativa abre la posibilidad de establecer plazos y requisitos de liquidación especiales para determinadas operaciones y valores. Además permite sistemas diferenciados para operaciones por cuenta propia y de clientes a la vez que la posibilidad de ofrecer prestaciones sustitutorias en los casos en los que no sea posible finalmente la liquidación de una operación. En este Real Decreto también se incluyen reformas en la gestión del riesgo y de los incumplimientos, así como obligaciones de supervisión e información por parte de Iberclear en lo referente a la eficiencia del sistema.

F. RENADE

Fuera de la actividad del mercado de valores, Iberclear gestiona el Registro Nacional de los Derechos de Emisión de Gases de Efectos Invernadero (RENADE). En 2007, las Naciones Unidas han homologado el registro. Este es un requisito indispensable para que España participe en los mecanismos de flexibilidad del Protocolo de Kioto. Estos mecanismos permiten a los países industrializados cumplir sus objetivos en el marco del Protocolo de Kioto mediante el comercio de derechos de emisión entre ellos y la obtención de créditos para proyectos de limitación de las emisiones en terceros países.

Iberclear también sustituyó el soporte informático utilizado para la llevanza del registro por un nuevo software promovido por la Comisión Europea. Este software tiene el nombre de Sistema Europeo de Comercio de Emisiones y se perfila como el modelo de contratación que se impondrá en los mercados internacionales.

Retos de la compensación y liquidación de valores

Las infraestructuras de post-contratación europeas están muy fragmentadas, ya que la mayoría opera según su legislación nacional y, en muchos casos, actúan como monopolios en el ámbito doméstico. Como consecuencia los costes de la operativa transfronteriza europea son muy superiores a los de la operativa nacional y a los de las infraestructuras del mercado norteamericano, sin que ello ayude a reducir los diversos riesgos (de crédito, operacionales y legales, entre otros).

Con el objeto de aumentar la competencia y reducir los costes de las operaciones transfronterizas, se han puesto en marcha una serie de iniciativas. Sus fines más inmediatos son aumentar la transparencia de precios y conseguir la plena interoperabilidad entre las diferentes infraestructuras de mercado. Estas iniciativas son: la Directiva sobre Instrumentos y Mercados Financieros (MiFID), el Código de Conducta de la industria impulsado por el Comisario de Mercado Interno, Charles McCreevy, y el proyecto Target-2 Securities (T2S) promovido por el Eurosistema.

El impacto de estas iniciativas sobre la post-contratación de valores en toda Europa será significativo. En 2007 la CNMV y el Banco de España constituyeron un Grupo de trabajo para analizar los retos que se planteaban en el caso español cuyas conclusiones fueron publicadas en diciembre de 2007 en el informe titulado “Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa. Situación actual, proyectos en curso y recomendaciones”.

El Informe identifica como el ámbito más afectado por los cambios derivados de las iniciativas europeas al de post-contratación de renta variable, como consecuencia de las singularidades del modelo español de negociación bursátil. La diferencia más notable con respecto a otros sistemas se encuentra en la firmeza de las operaciones de valores: en España tiene lugar en el momento de la contratación, mientras que en otros países se produce en el momento de la liquidación. Otra especificidad española, vinculada a la firmeza, se refiere a los adeudos en las cuentas de valores que están condicionados a la presentación de las “referencias de registro” que amparan los saldos de cada valor. Estas especificidades pueden representar un obstáculo para la plena interoperabilidad del sistema español con los de otros países europeos y podrían llegar a afectar negativamente su competitividad. En el informe publicado por la CNMV y el Banco de España se proponen, para su estudio pormenorizado, cuatro iniciativas concretas:

1. Traspase de los procesos de identificación de operaciones y de sus titulares desde las bolsas a Iberclear.
2. Modificación del seguimiento numérico de titularidades que está basado actualmente en la asignación de Referencia de Registro.
3. Modificación del momento en el que las operaciones de renta variable contratadas en mercados alcanzan su firmeza.
4. Evaluar la viabilidad de establecer una cámara de contrapartida central (CCP) en España para renta variable.

Finalmente, el informe señala la conveniencia de contar con una regulación europea para compensación, liquidación y registro de valores que dotara de un régimen jurídico común, al menos de mínimos, sobre organización, riesgos asumibles, naturaleza de la tenencia de valores y régimen de depósito y custodia.

4.2 MeffClear

MeffClear presta servicios de contrapartida central para operaciones con instrumentos de deuda pública, principalmente las provenientes de la plataforma SENAF. Su actividad consiste en actuar de contraparte única de los agentes participantes en operaciones sobre valores o instrumentos financieros. Así, cuando una operación se registra en MeffClear, esta entidad actúa como vendedor frente al comprador y como comprador frente al vendedor, asumiendo el riesgo de contrapartida. Los participantes tienen el compromiso de liquidar su posición neta frente a la entidad de contrapartida.

En 2007, MeffClear, registró 233 operaciones cuyo importe efectivo ascendió a 38.385 millones de euros. Con respecto a 2006, MeffClear experimentó un importante descenso tanto en número de operaciones como en el volumen efectivo liquidado (ver cuadro 4.7), lo que está en consonancia con el descenso de la actividad en la plataforma SENAF. El total de la actividad de MeffClear (tanto en número de operaciones como en valor) correspondió a operaciones de SENAF. En 2007, se mantuvieron en la cámara el mismo número de miembros, 19, que en 2006.

Evolución de la actividad en Meffclear

CUADRO 4.7

Importes en millones de euros		
	2006	2007
Volumen efectivo plataforma Senaf	84.065	38.385
Volumen efectivo operaciones bilaterales	0	0
Total	84.065	38.385
Número de operaciones plataforma Senaf ¹	552	233
Número de operaciones bilaterales ²	0	0
Total	552	233
Nº de miembros	19	19

Fuente: MeffClear.

1. Fecha de inicio 15-09-03.

2. Fecha de inicio 02-10-03.

5. Mercados de productos derivados

La actividad en los mercados de productos derivados financieros españoles se incrementó un 8,3% en 2007. La contratación de derivados sobre renta variable española se vio favorecida por el fuerte aumento de la volatilidad en el segundo semestre

Negociación en los mercados de derivados financieros en España*

CUADRO 5.1

Nº de contratos, salvo otra indicación

	2004	2005	2006	2007	Var (%) 2007/06
MEFF RF	98	46	15	13	-13,3
Futuros s/ deuda	98	46	15	13	-13,3
Opciones s/ deuda	-	-	-	-	-
Futuros y opc. s/ MIBOR	-	-	-	-	-
Futuros s/ Euribor	-	-	-	-	-
MEFF RV	25.022.984	35.219.874	40.775.643	44.176.717	8,3
Futuros s/lbex 35	4.473.118	5.050.211	6.568.791	8.721.832	32,8
lbex 35 Plus	4.354.868	4.935.648	6.408.961	8.435.258	31,6
lbex 35 Mini ⁽¹⁾	118.250	114.563	159.830	286.574	79,3
Opciones s/lbex 35	294.753	440.747	551.062	567.077	2,9
Futuros s/acciones	12.054.799	18.813.689	21.229.811	21.294.315	0,3
Opciones s/acciones	8.200.314	10.915.227	12.425.979	13.593.493	9,4
Contratos S&P ⁽²⁾	-	-	-	-	-
Total MEFF	25.023.082	35.219.920	40.775.658	44.176.730	8,3
Mercado continuo	1.825.468	2.129.643	2.852.348	5.085.503	78,3
Warrants ⁽³⁾	1.825.468	2.129.643	2.852.348	5.085.503	78,3
Pro-memoria:					
Total EuroMEFF	4.600.701	2.521.171	2.541.397	2.430.363	-4,4
Futuros s/ deuda europea ⁽⁴⁾	2.815.703	1.440.370	1.117.956	1.059.113	-5,3
Contratos s/ índices europeos ⁽⁵⁾	1.784.965	1.080.801	1.423.441	1.371.250	-3,7
Otros ⁽⁶⁾	33	-	-	-	-

Fuente: MEFF.

(*) Nótese que el volumen de negociación de MEFF y EuroMEFF hace referencia al número de contratos. Las diferencias en el valor subyacente de éstos impide la comparación directa entre productos, aunque sí realizar comparaciones interanuales.

(1) El número de contratos de los futuros lbex 35 Mini (multiplicador de 1 €) se ha homogeneizado al tamaño del contrato de los futuros lbex 35 Plus (multiplicador de 10 €).

(2) Futuros y opciones S&P Europe 350 y Sectoriales (Financiero, Tecnología y Telecomunicaciones). MEFF suspendió la negociación de estos contratos el 10 de noviembre de 2004.

(3) Primas negociadas, en miles de euros en el módulo de negociación electrónica del mercado continuo.

(4) Incluye los futuros sobre deuda alemana (Bund, Bobl, Schatz) negociados en Eurex y los futuros sobre bono notional a diez años negociados en Euronext París (hasta la suspensión de la conexión el 30 de diciembre de 2003).

(5) Incluye los futuros sobre los índices DAX 30, DJ EuroStoxx 50 y DJ Stoxx 50 negociados en Eurex, los futuros sobre los índices CAC 40, DJ EuroStoxx 50 y DJ Stoxx 50 negociados en Euronext París (hasta la suspensión de la conexión el 30 de diciembre de 2003), y los futuros y opciones sobre el índice PSI 20 negociados en Euronext Lisboa (hasta la suspensión de la conexión el 19 de marzo de 2004).

(6) Incluye los futuros sobre Euribor negociados en Euronext París (hasta la suspensión de la conexión el 30 de diciembre de 2003) y los futuros y opciones sobre acciones individuales (Portugal Telecom. y EDP) negociados en Euronext Lisboa (hasta la suspensión de la conexión el 19 de marzo de 2004).

del año desde el comienzo de la crisis del *subprime* en agosto. La negociación también se vio favorecida por el crecimiento de la liquidez generada por la incorporación de nuevos miembros del mercado, la ampliación de la gama de productos, la estandarización de procedimientos y las continuas mejoras tecnológicas aplicadas en sus sistemas de soporte. Dentro del crecimiento generalizado de los productos derivados, hay que destacar el aumento sin precedentes de la contratación de *warrants*, con cifras de crecimiento tanto en número de emisiones como de primas.

5.1. Mercado MEFF

La actividad en MEFF volvió a aumentar un año más, aunque esta vez a un ritmo inferior al de los principales mercados de derivados europeos, algo que no ocurría desde 2004 (véase cuadro 5.2). El mercado Eurex volvió a erigirse como el mercado con mayor actividad de productos derivados financieros a nivel europeo, seguido de Euronext.

Negociación en los mercados de derivados financieros europeos* CUADRO 5.2

Miles de contratos					
	2004	2005	2006	2007	Var (%) 2007/06
Eurex⁽¹⁾	1.064.731	1.248.748	1.526.752	1.899.862	24,4
Euronext⁽²⁾	788.227	766.715	710.205	907.584	27,8
Euronext.Liffe ⁽³⁾	386.959	416.689	497.354	656.134	31,9
Euronext Paris	318.513	232.334	86.017	91.622	6,5
Euronext Amsterdam	82.755	117.692	126.834	159.828	26,0
OM⁽⁴⁾	99.642	113.705	139.233	161.509	16,0
MEFF	25.023	35.219	40.775	44.177	8,3
IDEM/MIF⁽⁵⁾	18.273	25.871	31.591	37.125	17,5

Fuente: Eurex y CNMV.

(*) Nótese que el volumen de negociación hace referencia al número de contratos. Las diferencias en el valor subyacente de los productos negociados en cada mercado impide la comparación directa entre mercados, aunque sí realizar comparaciones interanuales.

(1) Deutsche Terminbörse (DTB) y Swiss Options & Futures Exchange.

(2) Mercado integrado por los mercados de contado de París, Ámsterdam y Bruselas, y los mercados de derivados Liffe y de Lisboa e Porto.

(3) Anteriormente Liffe: London International Financial Futures Exchange.

(4) Nordic & Baltic Exchange: bolsas de Estocolmo, Helsinki, Copenhague, Islandia, Tallin, Vilnius y Riga.

(5) Italian Derivatives Market/Mercato Italiano Futures.

Los futuros sobre acciones españolas fueron, un año más, el producto más negociado en MEFF por número de contratos. Sin embargo, durante 2007 apenas creció su negociación, aumentando tan solo un 0,3% respecto al año anterior. Este dato es relevante ya que se trata de un ámbito en el que MEFF se enfrenta a la competencia de otros mercados europeos (Eurex y Euronext), que también ofertan futuros sobre acciones españolas. La mayor contratación se registró en diciembre con más de cinco millones de contratos, aunque el mes de octubre cerró con la mayor posición abierta, 2,7 millones, como reflejo de la incertidumbre existente en el sector financiero.

En el cuadro 5.3 se puede ver cómo el grueso de la negociación se centró en los futuros sobre acciones de Telefónica, Banco de Santander y BBVA en los que se nego-

Negociación de futuros y opciones sobre acciones individuales de MEFF RV

CUADRO 5.3

Mercados y emisores
Mercados de productos
derivados

Nº de contratos	Opciones			Futuros		
	2006	2007	Var (%) 2007/06	2006	2007	Var (%) 2007/06
Abertis	35.250	86.596	145,7	0	50.041	-
Acciona	0	1.578	-	0	4.799	-
Acerinox	585.155	212.939	-63,6	0	29.331	-
ACS	0	25.825	-	0	11.911	-
Altadis	475.673	300.946	-36,7	100.873	120.098	19,1
Antena 3TV	0	710	-	0	21.865	-
Banco Popular	271.694	415.405	52,9	634.835	270.861	-57,3
Banco Sabadell	0	103.978	-	0	76.746	-
Banesto	0	10.813	-	0	9.327	-
Bankinter	40.148	73.593	83,3	0	22.801	-
BBVA	1.619.752	2.500.745	54,4	4.204.356	4.077.451	-3,0
BME	0	200	-	0	813	-
BSCH	2.419.980	3.972.744	64,2	6.034.050	6.431.387	6,6
Cintra	0	7.107	-	0	8.694	-
Enagas	0	34.740	-	0	53.082	-
Endesa	911.146	101.501	-88,9	987.558	441.661	-55,3
FCC	0	21.439	-	0	27.527	-
Ferrovial	0	1.996	-	0	5.960	-
Gamesa	0	3.467	-	0	9.782	-
Gas Natural	79.579	104.001	30,7	80.113	31.654	-60,5
Iberdrola	458.335	1.650.628	260,1	881.088	1.143.885	29,8
Iberia	0	77.887	-	0	40.906	-
Inditex	83.819	124.372	48,4	134.992	90.952	-32,6
Indra	78.762	32.749	-58,4	0	2.005	-
Mapfre	0	997	-	0	21.612	-
Metrovacesa	0	6	-	0	357	-
NH Hoteles	0	56	-	0	5.483	-
Prisa	0	71.612	-	0	31.220	-
Red Eléctrica	0	15.186	-	0	28.300	-
Repsol	1.398.275	944.762	-32,4	953.408	1.110.222	16,4
Sacyr Vallermosto	0	4.972	-	0	16.454	-
Sogecable	31.231	43.388	38,9	0	3.793	-
Telecinco	0	132	-	0	9.645	-
Telefónica	3.766.212	2.475.688	-34,3	7.177.083	6.826.659	-4,9
Telefónica Móviles	42.585	0	-100,0	41.455	0	-100,0
TPI	23.137	0	-100,0	-	-	-
Unión Fenosa	105.246	170.735	62,2	0	201.672	-
Total	12.425.979	13.593.493	9,4	21.229.811	21.238.956	0,04

Fuente: MEFF.

cieron más de 6,8, 6,4 y 4,0 millones de contratos respectivamente, habiéndose incrementado el volumen solamente en el caso del Banco de Santander. Hay que destacar también la fuerte caída en la negociación de Endesa, un 55,2%, fruto del final de los procesos de opa en que estuvo inmersa, así como del fuerte incremento en la negociación de Iberdrola, un 29,8%.

La contratación de las opciones sobre acciones aumentó un 9,4%, superando la cifra de 13,5 millones de contratos. La posición abierta a finales de 2007 en opciones sobre acciones fue de 4,3 millones de contratos, frente a los 2,7 del año anterior. El aumento de la volatilidad en los precios de contado de los subyacentes impulsó el uso de opciones con el objetivo de realizar coberturas de riesgo.

Al igual que en el caso de los futuros sobre acciones, puede observarse en el cuadro 5.3 como los subyacentes más negociados en opciones sobre acciones corresponden a Banco de Santander con más de 3,9 millones, a BBVA con más de 2,5, a Telefónica con más de 2,4 y a Iberdrola con un volumen superior a los 2,4 millones.

La negociación de los contratos de opciones y futuros sobre el Ibex 35 fue superior a la de 2006. En el caso de los futuros sobre Ibex 35 su contratación se incrementó un 32,8% y superó los 8,7 millones de contratos (véase cuadro 5.1). Sin embargo, la posición abierta se redujo, pasando de 86.067 contratos a finales de 2006 a 69.247 contratos a finales de 2007. El futuro Ibex 35 Plus, el derivado más importante del mercado de valores español, aumentó su negociación un 31,6% respecto al 2006. Por su parte, los futuros sobre el Ibex 35 Mini, con un multiplicador de un euro frente a los 10 del Ibex 35 Plus, y por tanto, más enfocados al inversor minorista, aumentaron su contratación en un 79,3%.

En cuanto a las opciones sobre el Ibex 35, el aumento de su contratación fue sólo de un 2,9% en comparación con la variación del 25,0% registrada en 2006.

En línea con lo sucedido en años precedentes (2005 y 2006) se produjo un aumento del número de miembros no residentes, así como de su actividad (véase cuadro 5.4). Esto contribuyó a mejorar la liquidez de los productos de MEFF RV.

Número de miembros en MEFF		CUADRO 5.4
	2006	2007
MEFF renta variable	102	110
Liquidadores custodios	31	30
Liquidadores	29	30
Negociadores	31	33
Negociadores por Cuenta Propia	11	17
MEFF renta fija	55	52
Liquidadores custodios	32	31
Liquidadores	12	10
Negociadores	11	11

Fuente: MEFF y CNMV.

La operativa de los miembros de MEFF a través de EuroMEFF volvió a descender, aunque ligeramente, en 2007, como ya ocurriera también en 2006 y 2005. EuroMEFF es una sociedad de valores a través de la cual los Miembros de MEFF y sus

clientes pueden negociar algunos de los productos de Eurex. Esta sociedad tiene como actividad canalizar la operativa en mercados extranjeros de productos derivados. La contratación total a través de EuroMEFF descendió un 4,4%, resultado debido al descenso del 3,7% en la contratación sobre índices bursátiles y del 5,3% en la contratación de los futuros sobre la deuda alemana (Bund, Bobl y Schatz).

5.1.1 Novedades del mercado MEFF

La principal novedad del mercado MEFF durante el año pasado fue la ampliación de su gama de productos. El 22 de enero de 2007 MEFF amplió a todas las acciones cotizadas en el Ibex 35 y a PRISA, el número de activos subyacentes para la negociación de futuros y opciones. Con esta iniciativa MEFF incorporó 26 nuevos contratos de futuros sobre acciones y 20 contratos de opciones sobre acciones, con lo que los inversores pasaron a disponer de 36 subyacentes distintos en acciones con los que poder gestionar sus carteras.

Por otra parte, el 18 de abril de 2007 MEFF comenzó a ofertar a sus miembros los nuevos vencimientos mensuales de los futuros sobre acciones. De esta manera, siempre hay disponibles dos vencimientos mensuales, no coincidentes con el ciclo trimestral, y cuatro vencimientos trimestrales del ciclo marzo-junio-septiembre-diciembre, liquidables siempre por entrega.

Por último, ante la fuerte competencia de otros mercados europeos que ofertan derivados sobre acciones españolas, el 13 de septiembre MEFF puso a disposición de los inversores 50 nuevos contratos de futuros por diferencias sobre las acciones europeas no españolas más líquidas y representativas de los grandes mercados europeos¹. Aprovechando el lanzamiento de estos nuevos contratos de futuros liquidables por diferencias, MEFF amplió los contratos de futuros sobre acciones españolas, ofertando también dichos contratos con liquidación por diferencias, además de la tradicional por entrega que venía ofreciendo.

Como parte de su estrategia de diversificación y crecimiento de negocio, durante el 2007 MEFF amplió a Islas Canarias, Baleares, Ceuta y Melilla el acuerdo suscrito en 2006 con Red Eléctrica Española para la realización de funciones liquidadoras sobre los denominados servicios de ajuste del sistema eléctrico, que afectan a productores, distribuidores, comercializadores y otros agentes del mercado de producción de energía eléctrica. Por otro lado, MEFF también inició la prestación de servicios de liquidación y cámara de contrapartida en las subastas de emisiones primarias de energía. Estas emisiones, reguladas por la resolución de 19 de abril de 2007 de la Secretaría General de Energía, son opciones de compra de energía liquidables por entrega física, con un precio de ejercicio y volúmenes totales prefijados por dicha Secretaría y cuya prima se fija en cada una de las subastas previstas en la resolución.

También se puso en marcha una nueva versión, la 8.0, de su plataforma electrónica S/MART que introdujo importantes mejoras tanto para el sistema de negociación como para el de liquidación de MEFF. Las nuevas funcionalidades incorporadas aportaron mejoras tanto de carácter general como algunas dirigidas específicamente a los creadores de mercado.

1. 22 acciones de Euronext, 11 de Deutsche Börse, seis de Borsa italiana y uno de OMX

5.2. Warrants y certificados

5.2.1. Emisiones

En 2007, el mercado primario de *warrants* mantuvo el crecimiento iniciado en 2006, tanto en términos del importe de las primas como en el número de emisiones. Si se compara con 2006, el importe de las primas aumentó un 73,4%, hasta los 8,92 millardos de euros, que correspondieron en su mayoría a *warrants* sobre acciones. Hay que destacar que en el caso de los *warrants* sobre índices las primas han aumentado más del doble y en el caso de los *warrants* sobre materias primas más de cuatro veces (véase cuadro 5.5). El número de emisiones fue de 7.005, aumentando un 72,2% respecto al año anterior. El número de emisores disminuyó hasta colocarse en siete².

Emisiones de warrants registradas en la CNMV¹

CUADRO 5.5

Importes en miles de euros

	Nº de		Importe de la prima				Materias Primas
	Emisores	Emisiones	Total	Acciones	Índices ²	Divisas	
2003	7	1.051	1.327.166	753.984	511.919	49.164	12.100
2004	7	1.600	1.525.250	929.005	554.887	31.710	9.648
2005 ³	6	1.720	1.840.016	1.180.845	562.258	96.913	0
2006 ³	8	4.063	5.144.333	3.697.600	1.070.119	320.015	56.600
2007 ³	7	7.005	8.920.269	6.215.075	2.313.222	163.201	228.772

Fuente: CNMV.

1. Los datos de 2007 incluyen las emisiones de turbo warrants.
2. Incluye cestas de valores y de índices.
3. Incluye emisiones que no requieren un folleto de emisión previo en aplicación de la normativa sobre folletos de emisión.

La principal novedad que se dio en 2007 en el mercado de emisión de *warrants* fue la aparición de un nuevo tipo de producto conocido como *turbo warrants*. Técnicamente, un *turbo warrant* es una opción con barrera *knock out*. Las barreras *knock out* en las opciones son niveles de los subyacentes que si son alcanzados hacen que el instrumento muera y pierda todo su valor. La primera emisión de este producto fue el 10 de abril y desde entonces hasta el final de 2007 se han producido 105 emisiones, por un importe de las primas de 97,6 millones de euros. Todas las emisiones tuvieron como subyacente el IBEX 35 y fueron realizadas por BNP Paribas.

Por segundo año consecutivo después del año 2002, se han vuelto a registrar emisiones de certificados. El importe de las primas ha aumentado significativamente, desde 95,6 millones de euros en 2006 hasta 418,4 millones en 2007. Se han realizado emisiones sobre dos tipos de subyacentes: índices, que representan el 92,0% de las primas emitidas y materias primas.

2. Los siete emisores de warrants en 2007 con los respectivos importes emitidos, en millones de euros, entre paréntesis fueron: Societe Generale Acceptance (4.596), Banco Santander Central Hispano (1.468), Commerzbank (1.420), BNP Paribas Arbitrage Issuance (636, de los cuales 97,6 son emisiones de turbo warrants), Bankinter (451), BBVA (194) y La Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona (155).

Importes en miles de euros

	Nº de		Importe de la prima				Materias
	Emisores	Emisiones	Total	Acciones	Índices ¹	Divisas	Primas
2003	0	0	0	0	0	0	0
2004	0	0	0	0	0	0	0
2005	0	0	0	0	0	0	0
2006 ²	1	2	95.650	75.650	20.000	0	0
2007 ²	2	8	418.390	0	385.000	0	33.390

Fuente: CNMV.

1. Incluye cestas de valores y de índices.

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

5.2.2. Negociación

El mercado secundario de *warrants* creció en 2007 a un ritmo superior al de años precedentes. Las primas totales negociadas en el mercado bursátil de *warrants* aumentaron un 76,4%, porcentaje muy superior al aumento en 2006, que fue del 35,7%. El ritmo de crecimiento del número de *warrants* negociados durante el año también aumentó con respecto a 2006. En 2007 el crecimiento fue del 83,6% frente al 58,2% que se produjo en el año anterior.

El incremento del volumen de contratación total de *warrants* tuvo lugar gracias al aumento de la contratación sobre *warrants* con subyacentes de carácter financiero: sobre acciones individuales, sobre índices y sobre divisas. Si bien el crecimiento fue liderado por el grupo de acciones individuales y, en menor medida, por el incremento en el grupo de índices (véase cuadro 5.7). Los *warrants* sobre acciones más negociados continuaron siendo los emitidos sobre las empresas españolas de mayor capitalización bursátil, aunque el peso de éstos sobre el total negociado en renta variable (acciones e índices) descendió notablemente³, continuando con la tendencia de los últimos años. Los *warrants* sobre acciones extranjeras disminuyeron su peso hasta el 9,4% del total de *warrants* sobre acciones e índices desde el 10,7% que representaron en 2006. Entre ellos destacaron, nuevamente, los emitidos sobre acciones de empresas relacionadas con el sector de las telecomunicaciones⁴. En los *warrants* sobre índices bursátiles, la concentración de la contratación aumentó en los emitidos sobre el Ibex 35⁵. Estos *warrants* supusieron el 88,3% del total de contratación de *warrants* sobre índices en 2007, mientras que en 2006 representaron el 66,3%.

3. La contratación de *warrants* sobre Telefónica, BBVA, Banco Santander, Iberdrola y Repsol representó el 36,7% del total de *warrants* sobre renta variable. En 2006, la contratación de los *warrants* sobre estas mismas empresas representaron el 46,9%.

4. Los *warrants* sobre acciones extranjeras más negociados fueron, en este orden, los emitidos sobre las acciones de Alcatel, France Telecom, Apple, Nokia, ABN ANRO, BNP Paribas y Deutsche Telecom.

5. El importe de las primas contratadas de los *warrants* sobre índices más contratados, es decir los *warrants* sobre Ibex 35, el Eurostoxx 50 y el Dax, supusieron el 24,1%, 1,1% y 0,8% del total de *warrants* sobre renta variable.

Contratación de warrants en el mercado continuo

CUADRO 5.7

Primas negociadas en miles de euros

	Número de emisiones ¹	Primas negociadas por tipo de subyacente				Total Primas
		Indices ²	Acciones	Divisas ³	Materias Primas	
2003	1.811	480.502	1.094.551	34.627	160	1.609.839
2004	2.207	550.716	1.236.832	37.919	1.408	1.826.875
2005	2.698	516.788	1.587.593	25.262	12.734	2.142.377
2006	4.268	727.918	2.098.613	25.817	55.046	2.907.394
2007	7.837	1.378.286	3.674.848	32.369	44.123	5.129.626

Fuente: CNMV.

1. El nº contabiliza las emisiones que registraron contratación en cada periodo.
2. Incluye cestas de valores y de índices.
3. Incluye a los warrants sobre renta fija en los años en los que haya existido negociación.

Por otra parte, debe señalarse un descenso en la negociación en los *warrants* sobre materias primas. Las primas negociadas sobre los *warrants* cuyo subyacente es el precio del petróleo fueron las únicas que aumentaron, pasando de 34,3 millones de euros a 36,7. La tendencia alcista en los precios del petróleo durante buena parte del año fue una de las causas que impulsó la contratación de este tipo de *warrants*. En cambio, las primas negociadas de los *warrants* sobre el oro y la plata sufrieron importantes descensos. Se negociaron unas primas en los *warrants* sobre el oro de 6,8 millones, cifra significativamente inferior a los 18,2 millones negociados el año anterior. En el caso de las *warrants* sobre la plata, se pasó de los 2,4 millones negociados en 2006 a una cifra de 0,1 millones de euros. La principal novedad en este segmento ha sido la aparición de *warrants* cuyo subyacente es el cobre; las primas negociadas sobre estos *warrants* alcanzaron la cifra de 0,6 millones de euros.

Los certificados registraron un descenso del 17,4% en las primas negociadas, siguiendo con la cadena de continuos descensos iniciada en 2004, aunque el número de emisiones que registraron contratación aumentó en cuatro (véase cuadro 5.8). El descenso en las primas negociadas se debió a la menor negociación de los certificados que tienen como subyacente una cesta de acciones o un índice. En cambio, la contratación sobre acciones aumentó notablemente gracias a un certificado emitido en 2006 sobre Telefónica. Aunque de manera testimonial, también es destacable el

Contratación de certificados en el mercado continuo

CUADRO 5.8

Primas negociadas en miles de euros

	Número de emisiones ¹	Primas negociadas por tipo de subyacente				Total Primas
		Indices ²	Acciones	Divisas ³	Materias Primas	
2003	16	85.859,8	0	0	0	85.859,8
2004	16	78.556,9	0	0	0	78.556,9
2005	15	69.760,1	0	0	0	69.760,1
2006	14	58.725,0	87,2	0	0	58.812,2
2007	18	48.494,6	1.299,0	0	0,1	49.793,7

Fuente: CNMV.

1. El nº contabiliza las emisiones que registraron contratación en cada periodo.
2. Incluye cestas de valores y de índices.

hecho de que se ha empezado a negociar certificados cuyo subyacente es el precio del oro.

5.3. Otros contratos financieros

El registro de contratos de compra-venta de opciones (anteriormente denominados contratos financieros atípicos) en la CNMV descendió en 2007 un 37,0%, tras el repunte producido en 2006. Como se aprecia en el cuadro 5.9, el importe nominal emitido bajó hasta los 151,0 millones de euros, cifra sin embargo superior al mínimo emitido en 2005. En 2007, tres emisores⁶ registraron este tipo de contratos en la CNMV, uno menos que en 2006, lo que ratifica la idea de que este tipo de productos son lanzados al mercado por un número muy reducido de emisores.

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

CUADRO 5.9

Importes en miles de euros

	Nº de		Importe de la prima				Materias
	Emisores	Emisiones	Total	Acciones	Índices ¹	Divisas	Primas
2003	8	41	500.837	474.510	26.327	0	0
2004	8	31	247.717	195.305	52.412	0	0
2005	4	13	112.200	87.800	16.400	8.000	0
2006	4	12	206.840	196.240	10.600	0	0
2007	3	9	151.000	145.000	6.000	0	0

Fuente: CNMV.

1. Incluye cestas de valores y de índices.

5.4. Mercado de Futuros sobre el Aceite de Oliva

En 2007, el Mercado de Futuros sobre el Aceite de Oliva⁷ (MFAO) aumentó su contratación. Se negociaron un total de 58.870 contratos⁸ de futuros sobre aceite de oliva, lo que supuso un aumento del 16,3%. Sin embargo, las posiciones abiertas pasaron de 9.375 contratos a finales de 2006 a 5.170 a finales de 2007. Esto se debe a los pocos contratos negociados con posición abierta con fecha superior a julio de 2008.

Durante el año, el MFAO ganó en liquidez. Además del número de contratos negociados, también aumentó el número de participantes hasta 208 desde los 166 existentes a finales de 2006. A ello se añadió la incorporación de tres miembros industriales: Sovena Ibérica de Aceites, Miguel Gallego y San Sebastián. Otro de los

6. Los tres emisores de estos contratos financieros en 2007 con los respectivos importes emitidos, en millones de euros, entre paréntesis fueron: Banco Guipuzcoano (130), Banco Popular Español (15) y Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Guipúzcoa y San Sebastián (6).

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

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

aspectos destacables durante el año ha sido el inicio de actividad en cuentas de no residentes de países productores y comercializadores de aceite.

Número de miembros en MFAO		CUADRO 5.10
	2006	2007
Liquidadores Custodios	5	5
Liquidadores	7	7
Negociadores	2	2
Industriales	2	5
Total	16	19

Fuente: MFAO.

III Entidades financieras y servicios de inversión

Las instituciones de inversión colectiva (IIC) españolas en 2007 han seguido registrando los efectos de la competencia de los depósitos bancarios iniciada en 2006 como consecuencia de la modificación en la fiscalidad del ahorro, que equiparó el tratamiento fiscal de todos los instrumentos, y favorecida por las subidas en los tipos de interés. En este contexto, la reducción de la liquidez en el mercado interbancario como efecto de la crisis de las *subprime* provocó que los bancos intensificaran sus esfuerzos comerciales por la captación de depósitos para financiar sus activos, en detrimento de los fondos de inversión. A su vez, la incertidumbre sobre los valores incluidos en las carteras redujo el interés de los inversores por estos productos.

Ello explica el aumento de los reembolsos que se produjo a partir del tercer trimestre de 2007. Estos reembolsos fueron generalizados, tanto en los fondos mobiliarios como en los inmobiliarios, así como en las IIC extranjeras comercializadas en España, las cuales terminaron el año con un volumen de inversión inferior al de 2006, frenando así el ritmo de crecimiento de años anteriores. Respecto a las IIC de inversión libre (IICIL) e IIC de IIC de inversión libre (IIC de IICIL), aunque fue en 2006 cuando se registraron las primeras en España, ha sido en 2007 cuando realmente comenzaron su actividad. Durante 2007 han experimentado incrementos importantes de patrimonio, pero todavía representan una parte muy pequeña del total del patrimonio de IIC en España, el 0,4%.

La influencia directa de la crisis de liquidez en las IIC españolas ha sido mínima. Solo cinco sociedades y nueve fondos mantenían participaciones en IIC extranjeras que llevaron a cabo una suspensión temporal de suscripciones y reembolsos en agosto de 2007. El patrimonio implicado además, no llegaba a alcanzar el 0,02% del patrimonio total de las IIC españolas¹. En el contexto europeo, la citada crisis hipotecaria se ha traducido, al igual que en España, en una reducción en el tercer trimestre del año del patrimonio gestionado por el total de fondos europeos. Esto ha ocurrido por primera vez en su historia.

En cuanto a las novedades legislativas que han afectado a la industria, en 2007 se han regulado las IIC monetarias a través de la Circular 1/2007². Si bien la Ley 35/2003 establece que las IIC revestirán la forma de fondo de inversión (FI) o sociedad de inversión (SICAV), con lo cual desaparecen los FIAMM y las SIM, la citada Circular regula las IIC monetarias, definidas como aquellas cuya cartera tenga una duración media inferior a un año, además de cumplir otra serie de requisitos.

1. Véase nota de prensa de la CNMV: "Información sobre el seguimiento de la CNMV de las IIC afectadas por la situación del mercado hipotecario americano", 23 de agosto de 2007.

2. Circular 1/2007, de 11 de julio, de la CNMV, sobre requerimientos de información estadística a las IIC de la Unión Europea.

6.1. Fondos de inversión³

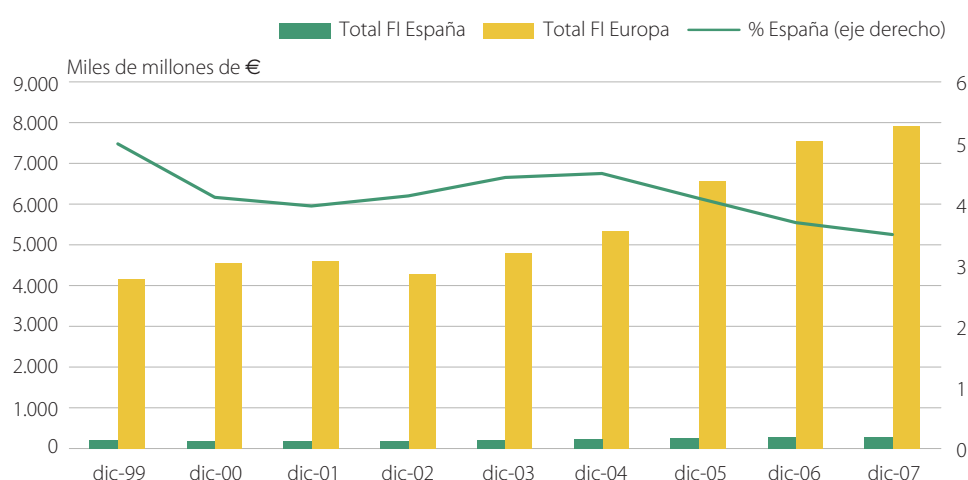
La inversión colectiva en fondos vio disminuir su patrimonio en 2007, abandonando así la senda de crecimiento iniciada en 2003 cuando los mercados se empezaron a recuperar de la crisis bursátil originada por la crisis de las empresas tecnológicas. Ya en 2006 el crecimiento patrimonial fue muy inferior al de años anteriores y, además, fue debido a las plusvalías y no a las suscripciones, ya que éstas fueron inferiores a los reembolsos. En 2007, a pesar de la evolución positiva de los mercados, las plusvalías no han logrado contrarrestar las suscripciones netas negativas.

El patrimonio de los fondos mobiliarios tradicionales disminuyó un 5,6% en el conjunto del año 2007 con respecto al año anterior, hasta los 255.041 millones de euros, aunque la mayor parte de los reembolsos se produjeron a partir de septiembre. El incremento patrimonial debido a los rendimientos netos fue del 2,4% y las suscripciones netas restaron el 8,1% (véase Anexo III.1). Como contraste, en 2006 las suscripciones netas habían restado un 1,7% al incremento patrimonial producido por los rendimientos netos (4,9%). En estos cálculos no se han incluido los fondos de inversión libre ni los fondos de fondos de inversión libre que, por ser de reciente regulación en España, en 2006 apenas existían y terminaron el año 2007 con un patrimonio conjunto de 1.445 millones de euros.

En 2007 el patrimonio de los FI suponía el 25,3% del PIB frente al 28,4% en 2006. En relación a los activos financieros totales de los hogares a 30 de septiembre de 2007, los FI suponían el 11,4% frente al 11,7% en diciembre de 2006. El saldo de los activos financieros de los hogares creció durante el primer semestre de 2007 pero cayó en el tercer trimestre⁴. Esta caída fue producida por la disminución en el saldo de los fondos de inversión y de los valores de renta variable, ya que el saldo de efectivo y depósitos continuó creciendo.

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

GRÁFICO 6.1



Fuente: EFAMA.

3. En los datos sobre fondos de inversión no se incluyen en ningún caso las IIC extranjeras ni las IIC inmobiliarias, de las cuales se habla en los epígrafes correspondientes, con una excepción para las IIC inmobiliarias: se incluyen al relacionar el patrimonio de los fondos con el PIB y con los activos financieros de las familias.

4. Véase "Cuentas financieras de la economía española", Banco de España.

A finales de 2007, los fondos de inversión españoles ocupan el séptimo lugar por volumen de patrimonio, al igual que en 2006, con el 3,5% de los activos totales gestionados⁵ (véase gráfico 6.1). En primer lugar se encuentra Luxemburgo con el 26%, seguido de Francia (19%), Alemania (13,1%), Irlanda (10,2%), Reino Unido (10,1%) e Italia (4,3%).

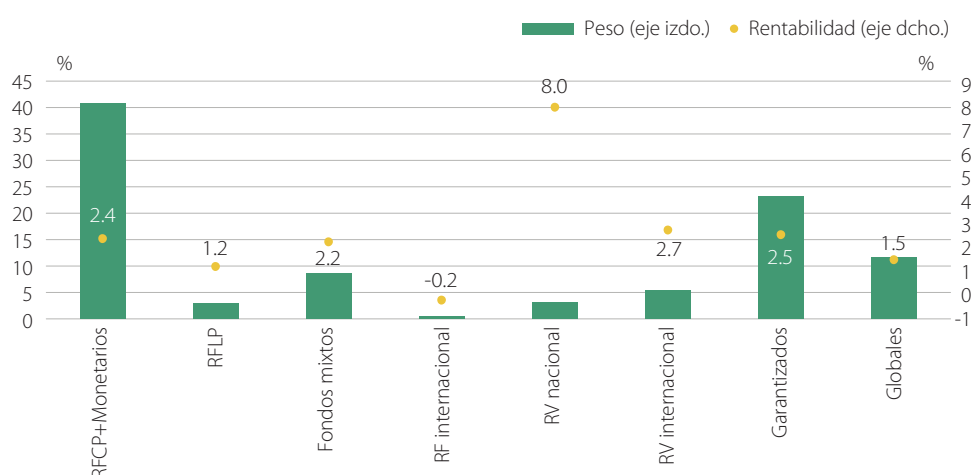
En el ámbito europeo, en el tercer y cuarto trimestre de 2007 se produjeron por primera vez reducciones netas de patrimonio en el conjunto de los fondos. Por países, hay que destacar los descensos registrados en la segunda mitad del año que según las cifras publicadas por EFAMA fueron del 10,9% en Reino Unido, el 7,9% en Francia, del 7,2% en Italia y del 5,5% en España.

6.1.1. Patrimonio y rentabilidad

La distribución de las inversiones entre los diferentes tipos de fondos en 2007 mantuvo la orientación conservadora apreciada en años anteriores. Si bien los FIAMM (fondos de inversión en activos del mercado monetario) desaparecieron con la nueva regulación de las IIC, en 2007 los han reemplazado las denominadas IIC monetarias⁶. A 31 de diciembre de 2007 había 47 fondos monetarios, de los cuales 39 son antiguos FIAMM y 8 son fondos nuevos, con un patrimonio gestionado cercano a los 25.000 millones de euros.

En el gráfico 6.2 puede verse cómo ha quedado distribuido el patrimonio de los fondos a finales de año y la rentabilidad acumulada hasta la fecha. Las categorías que siguen concentrando mayores patrimonios son las de renta fija a corto plazo (incluidos los monetarios), garantizados de renta variable y fondos globales. En cuanto a las rentabilidades, los fondos de renta variable nacional son los que han destacado, gracias a la revalorización de la bolsa española en 2007.

Distribución⁽¹⁾ y rentabilidades de los fondos de inversión mobiliarios GRÁFICO 6.2



Fuente: CNMV.

(1) Peso del patrimonio de cada categoría sobre el patrimonio total de los fondos de inversión mobiliaria a 31 de diciembre de 2007.

5. Fuente: EFAMA (European Fund and Asset Management Association). Datos hasta septiembre de 2007.

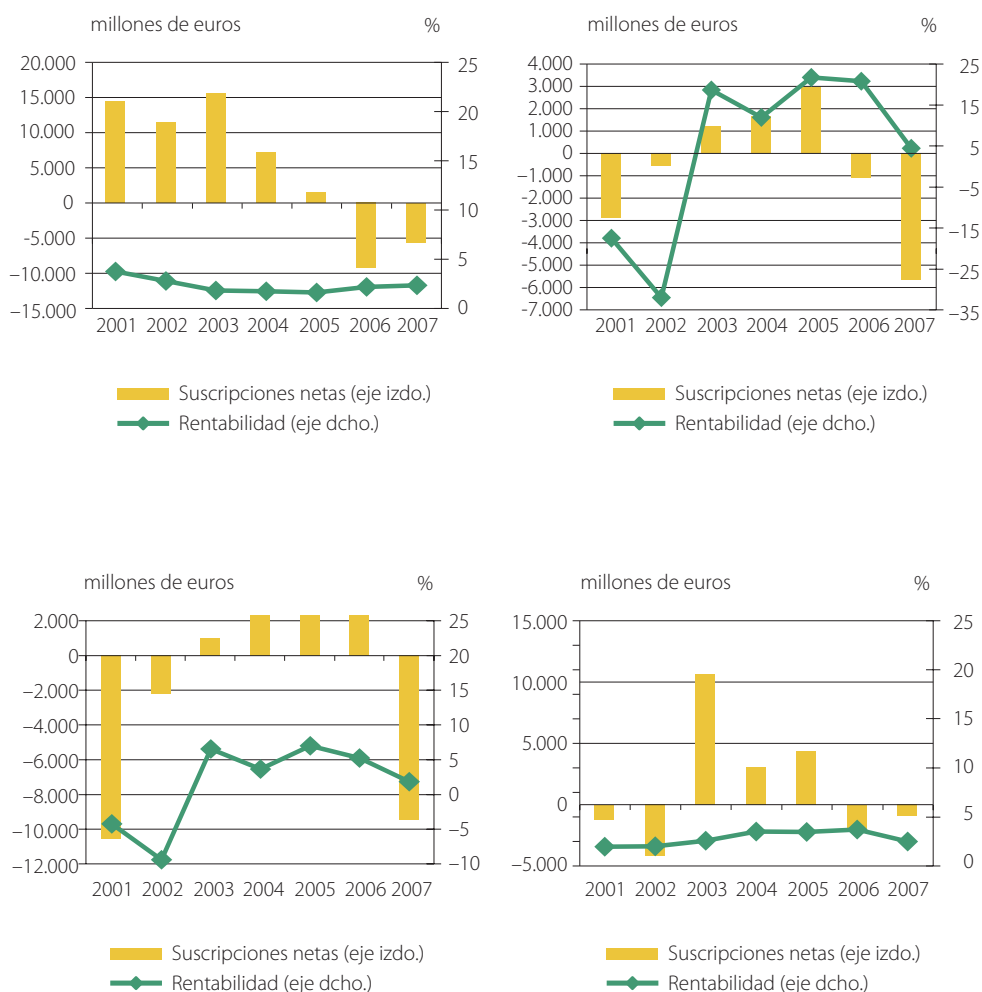
6. Ver nota a pie de página número 2.

La evolución histórica de las rentabilidades y las suscripciones netas de las diferentes categorías de fondos de inversión están recogidas en el Anexo III.5. En el gráfico 6.3 se muestra la evolución de dichas magnitudes agregando las vocaciones en cuatro grupos.

En los fondos de renta fija están incluidos los nuevos fondos monetarios. Todos los fondos de renta fija, renta variable y mixtos⁷ han sufrido suscripciones netas negativas en 2007. Los únicos fondos que han experimentado suscripciones netas positivas han sido los garantizados de renta fija, aunque han sido superadas por los reembolsos experimentados por los garantizados de renta variable, con lo cual en el gráfico se aprecia un movimiento negativo.

Suscripciones netas y rentabilidad de los fondos de inversión mobiliarios

GRÁFICO 6.3



Fuente: CNMV.

7. Los fondos globales están incluidos en el gráfico 6.3 con los fondos "mixtos". No se han incluido las IICIL ni las IICICL.

En el caso de las IIC inmobiliarias su ritmo de crecimiento patrimonial cayó de forma importante ya que en 2007 tan solo alcanzó un 0,8% en comparación con crecimientos de hasta el 50% registrados en años anteriores. Ya en 2006 se había producido una desaceleración al situarse este porcentaje alrededor del 35%.

Los FII siguen concentrando la mayor parte del patrimonio en comparación con las SII, el 96% del total. No obstante, representan un porcentaje muy pequeño de esta industria, apenas el 3,4% del patrimonio de los fondos de inversión de carácter financiero (véase Anexo III.1).

Las suscripciones netas negativas de los FII casi llegaron a compensar el aumento patrimonial producido por los rendimientos. La rentabilidad agregada anual de los FII alcanzó el 5,3% en 2007, algo inferior a la obtenida en 2006 (6%). En el Anexo III.5 se muestra la evolución de las rentabilidades desde 2002.

Solamente cuatro de los nueve FII tuvieron suscripciones netas positivas. Sin embargo, a pesar de haber sufrido suscripciones netas negativas, los fondos Santander Banif Inmobiliario y BBVA Propiedad seguían concentrando la mayor parte del patrimonio a finales de 2007, el 73% del total. Es de destacar el aumento del peso de los fondos Sabadell BS Inmobiliario y Caixa Catalunya Propietat.

6.1.2. Partícipes e instituciones

El número de partícipes en fondos de inversión españoles se redujo hasta los 8,1 millones en 2007, un 6,7% menos que el año anterior (véase Anexo III.1). Siguen siendo los fondos de renta fija a corto plazo, los monetarios, los garantizados de renta variable y los fondos globales los que acumulan mayor número de partícipes (el 61% del total). No obstante se han registrado incrementos en los fondos de

Altas y bajas en el registro de entidades en 2007

CUADRO 6.1

Tipo de entidad	Entidades registradas a 31/12/06	Altas	Bajas	Entidades registradas a 31/12/07
Total IIC de carácter financiero	6.006	445	155	6.296
Fondos de inversión	2.850	218	114	2.954
Sociedades de inversión	3.149	182	41	3.290
IIC de IIC de inversión libre	2	29	0	31
IIC de inversión libre	5	16	0	21
Total IIC inmobiliarias	17	2	1	18
Fondos de inversión inmobiliaria	9	1	1	9
Sociedades de inversión inmobiliaria	8	1	0	9
Total IIC extranjeras comercializadas en España	340	107	7	440
Fondos extranjeros	164	66	5	225
Sociedades extranjeras	176	41	2	215
SGIIC	114	9	3	120
Depositarios	132	1	7	126

Fuente: CNMV.

renta variable internacional emergentes y garantizados de renta fija. El patrimonio medio por partícipe en el conjunto de la industria de fondos alcanzó 31.800 euros. El 97% de los inversores en fondos eran personas físicas que acumulaban el 74% del patrimonio, al igual que en 2006. El número de fondos registrados en la CNMV en 2007 fue de 2.978 y su patrimonio medio alcanzaba los 86 millones de euros.

Hay que tener en cuenta que estas cifras implican una cierta duplicidad debida a la existencia de fondos que invierten en otros fondos. En esos casos los datos de patrimonio se estarían computando dos veces, una por el fondo que tiene partícipes y otra por el fondo cuyo partícipe es el fondo anterior. La mayoría son fondos que invierten en otros fondos de la misma gestora. La incidencia de esta duplicidad a diciembre de 2007 alcanzaba los 18.670 millones de euros

Fondos cotizados

En cuanto a los fondos cotizados (o *Exchange Traded Funds*, ETF), a finales de 2007 se habían registrado 21,16 más que a finales de 2006, de los cuales 10 son españoles y 11 extranjeros (todos de la gestora LYXOR). El patrimonio de los españoles asciende a 816 millones de euros (frente a los 364 millones de 2006) y el de los extranjeros a 69 millones. La mayor parte de los ETF españoles replican índices de renta variable y sólo hay dos de renta fija.

En Europa cotizaban a finales de 2007 321 ETF, con un patrimonio de 70.724 millones de euros, sin incluir los españoles⁸.

IIC de inversión libre

El Real Decreto 362/2007 de 16 de marzo modificó el Reglamento de la Ley 35/2003 de IIC profundizando en la flexibilización del régimen aplicable a las IICIL en España, con el objetivo de impulsar el desarrollo de la industria española de *hedge funds*. Las principales novedades de esta normativa afectan fundamentalmente al régimen de suscripciones y reembolsos (permitiendo establecer plazos de preavisos y pagos de reembolsos más amplios que para los fondos ordinarios así como periodos mínimos de permanencia de los partícipes). Asimismo, se introdujo una aclaración respecto a los límites máximos aplicables a las comisiones de los fondos ordinarios, precisando que tales límites no resultan de aplicación a las IICIL, ni respecto a la forma de cálculo ni a la cuantía. Por otra parte, se reguló por primera vez la figura del fondo subordinado de una IICIL, de una IIC de IICIL o de un fondo extranjero similar.

Como cabía esperar, la entrada en vigor de la citada modificación normativa dio un impulso muy importante a las IICIL durante 2007. En el Anexo III.1 se puede observar el considerable incremento respecto al año anterior, tanto en número de IIC registradas como en número de partícipes y en volumen de patrimonio gestionado. El crecimiento (en cuanto a patrimonio y número de partícipes) de las IIC de IICIL ha sido mucho más significativo que el de las IICIL, debido principalmente a que se trata de un producto abierto al inversor minorista.

De los 21 fondos de inversión libre (FIL) y 31 fondos de fondos de inversión libre registrados en CNMV a finales de 2007, éstas son las principales estrategias de gestión:

1. FIL: una primera clasificación permite dividir estos fondos en función de si disponen o no de un objetivo de rentabilidad absoluta (cuya gestión no guarda correlación con el mercado) y los que no buscan un rendimiento absoluto.
 - a) Los 12 fondos con objetivo de rentabilidad absoluta siguen, a su vez, distintas estrategias de gestión alternativa: cinco llevan a cabo una estrategia *long-short*, tres son multiestrategia (utilizan diferentes estrategias de gestión alternativa), uno realiza una estrategia direccional y de volatilidad, otro sigue una estrategia cuantitativa basada en modelos matemáticos, otro está especializado en el mercado inmobiliario y el último está centrado en el arbitraje de divisas. Cabe destacar que dos de estos fondos (el que sigue una estrategia cuantitativa y uno de los fondos multiestrategia) materializan su política principalmente a través de la inversión en otros dos *hedge funds* concretos, es decir, estaríamos ante una figura intermedia entre un fondo de fondos y un fondo subordinado.
 - b) En cuanto a los nueve fondos que no buscan una rentabilidad absoluta, cuatro están especializados en el mercado inmobiliario, otros cuatro realizan una estrategia *long only* y el último se ha especializado en la inversión en valores no cotizados emitidos por instituciones microfinancieras.
2. IICICIL: todos son globales y multiestrategia, es decir, diversifican su cartera invirtiendo en fondos que lleven a cabo diferentes estrategias de gestión alternativa tales como valor relativo, estrategias direccionales, eventos, global macro y *long-short* entre otras. Asimismo, tres de ellos son fondos subordinados, es decir, que invierten más del 80% en un único fondo multiestrategia.

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

Los fondos de inversión en 2007 han aumentado el peso de la cartera interior en sus activos con respecto a 2006, en detrimento de la cartera exterior, que se ha quedado con el 41,2% del patrimonio, la mayoría en euros. Por lo que respecta a la cartera interior, ha aumentado el peso de los valores de renta fija privada (24,1%), al igual que ocurrió en 2006, y ha disminuido el de la renta fija pública hasta el 4,3%. Los siguientes activos por peso después de la renta fija privada son las acciones y participaciones de fondos de inversión y la adquisición temporal de activos (con el 11,9% y el 12,2%, respectivamente) (véase Anexo III.4).

La importancia alcanzada por los fondos de inversión en los mercados financieros originó una de las novedades más importantes del nuevo Reglamento de IIC⁹ en materia de obligaciones para la sociedades gestoras. El artículo 81 del citado Reglamento establece la obligación para la sociedad gestora de dejar constancia en su informe anual de su política en relación con el ejercicio de los derechos políticos inherentes a los valores incluidos en las carteras de los fondos que gestionen.

9. Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC, y se adapta el régimen tributario de las IIC.

Participaciones significativas de las gestoras de IIC

CUADRO 6.2

<i>Sociedad Gestora</i>	Número de valores del mercado continuo	Rango de participaciones* (%)	
		Máxima	Mínima
Bestinver Gestión	22	10,1	1,0
Santander Asset Management	13	3,2	1,3
Barclays Fondos	5	1,4	1,0
Bansabadell Inversión	4	2,0	1,0
Ibercaja Gestión	2	1,4	1,4
Popular Gestión	2	1,3	1,0
BBVA Gestión	1	3,5	3,5
Morgan Stanley Gestión	1	3,5	3,5
Privat Bank Patrimonio	1	1,7	1,7
Gescooperativo	1	1,5	1,5
Gaesco Gestión	1	1,3	1,3

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

Fuente: CNMV.

En este sentido, al finalizar 2007, había once sociedades gestoras de IIC que tenían bajo su gestión fondos cuya inversión conjunta en valores de emisores españoles superaba el 1% del capital de la sociedad participada. Destacan dos de ellas (Bestinver Gestión y Santander Asset Management) por el número de valores del mercado continuo en los que mantenían participaciones significativas (véase cuadro 6.2).

El número de empresas en las que los fondos de inversión tenían participaciones significativas ascendía a 37 al finalizar el ejercicio. De ellas, solamente tres pertenecían al Ibex 35 (Corporación MAPFRE, Altadis y BME), por lo que el grueso de participaciones significativas sigue recayendo en sociedades de capitalización mediana y pequeña. En cinco empresas¹⁰, las participaciones agregadas del conjunto de fondos de inversión alcanzaban una proporción superior al 10% del capital total.

6.1.4. Comisiones

Para los fondos de inversión de carácter financiero (excluidos los ETF y las IICIL) las comisiones de gestión subieron desde el 0,98% del patrimonio medio diario en 2006 hasta el 1,02% en 2007 (véase Anexo III.3).

Hay que destacar el aumento en 2007 de las gestoras que cargan una comisión de gestión al fondo en función de los resultados en vez de un porcentaje del patrimonio. En 375 fondos mobiliarios se paga una comisión mixta, es decir, parte de la comisión se calcula en función del patrimonio y parte en función de los resultados. Sólo cuatro fondos pagan comisión sobre resultados exclusivamente. La mayoría de ellos son fondos globales. Aunque todavía son pocos, también la mayoría de FIICIL así como los FIL pagan una comisión mixta. A finales de 2006 eran 297 los fondos que aplicaban la comisión mixta y cuatro sólo por resultados.

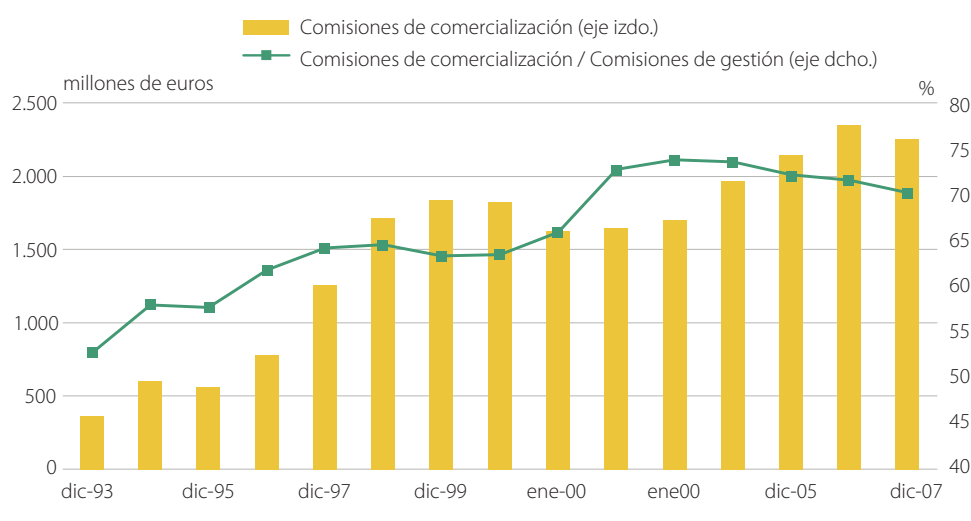
La comisión de depósito se mantuvo estable en el 0,09% del patrimonio medio diario.

La comisión de gestión media de los ETF fue el 0,18% del patrimonio medio diario. Como se puede observar, la comisión de gestión de estos fondos es, lógicamente, más baja que la de los fondos de inversión tradicionales, pero no hay que olvidar que la operativa con este tipo de fondos conlleva los gastos de compra-venta que acompañan a cualquier compra-venta de valores en bolsa, además de estar sujetos a la misma fiscalidad que las acciones.

En la comisión de gestión sigue teniendo un peso muy importante el coste de distribución de los fondos, aunque en 2007 ha disminuido ligeramente el porcentaje que supone este coste sobre el total de las comisiones de gestión si se compara con años anteriores (véase gráfico 6.4). Esto significa que los fondos se siguen vendiendo principalmente a través de las redes comerciales de los bancos del grupo.

Comisiones de comercialización de fondos de las SGIC

GRÁFICO 6.4



Fuente: CNMV.

6.2. Sociedades de inversión

Las SICAV son el vehículo de inversión empleado por los inversores con grandes patrimonios que buscan una gestión prácticamente exclusiva de su cartera, manteniendo las ventajas del régimen fiscal aplicable a las IIC.

Durante 2007 ha habido un incremento muy significativo del número de SICAV registradas, al contrario de lo ocurrido en el año 2006. Este hecho podría estar explicado, en parte, por la existencia de diversas sentencias favorables a las SICAV en relación con ciertas actuaciones de naturaleza fiscal que cuestionaban su condición de IIC. A finales de 2007, el número de SICAV ascendía a 3.290, es decir, 141 más que en el ejercicio anterior, siendo el número de altas más de 4 veces superior al de bajas (véase cuadro 6.1).

Desde el año 2002 se mantiene, año tras año, una tendencia al crecimiento sostenido, tanto del patrimonio gestionado como del número de sociedades registradas. El patrimonio gestionado por las sociedades de inversión en 2007 superaba los 31.400

millones de euros (en torno al 3% del PIB español), lo que supone un incremento del 4,4% con respecto a 2006, aumentando asimismo el número de inversores en casi un 6% (véase cuadro 6.3).

Distribución del patrimonio de las sociedades de inversión

CUADRO 6.3

Importes en miles de euros

	2006	2007	Var. (%)
Liquidez	802.209	1.182.202	47,4
Inversión en cartera	29.294.103	30.037.446	2,5
Cartera interior	15.553.811	17.075.290	9,8
Acciones	6.727.296	6.173.642	-8,2
Partic. en fondos de inversión	1.095.026	1.362.260	24,4
Activos monetarios públicos	463.412	382.820	-17,4
Otra renta fija pública	678.176	710.212	4,7
Activos monetarios privados	555.449	1.568.556	182,4
Otra renta fija privada	554.840	620.793	11,9
Warrants y opciones nacionales	19.740	22.146	12,2
Adquisición temporal de activos	5.459.108	6.234.107	14,2
Cartera no cotizada	764	754	-1,3
Cartera exterior	13.740.292	12.962.156	-5,7
Euros	9.847.688	9.413.677	-4,4
Resto	3.892.604	3.548.479	-8,8
Saldo neto (Deudores-Acreedores)	56.412	261.810	364,1
Patrimonio	30.152.724	31.481.458	4,4
Pro-memoria: nº accionistas	410.403	434.157	5,8

Fuente: CNMV.

A pesar de que el número de SICAV (3.290) es bastante superior al de fondos (2.954), tanto en términos patrimoniales como en número de inversores existe una gran lejanía entre ambas figuras ya que, en 2007, el volumen de patrimonio gestionado por dichas sociedades representa sólo el 12,3% del patrimonio total de los fondos, y el total de inversores en SICAV no llega al 5,4% de los que invierten en fondos.

El patrimonio medio por accionista de las SICAV se ha reducido en torno al 1,3% respecto a 2006, situándose algo por encima de los 72.500 euros al finalizar 2007, manteniéndose el patrimonio medio de cada SICAV en los 9,5 millones de euros.

En 2007 las SICAV aumentaron en más del 47% la liquidez en la cartera respecto del año anterior (véase cuadro 6.3). Por otra parte, se acentúa la tendencia a invertir preferentemente en el mercado nacional (56,9%) frente al mercado exterior (43,2%). Dentro de la cartera interior, respecto del 2006 se observa una desinversión en acciones y en activos monetarios públicos y el importante aumento de la inversión en participaciones de fondos. Sin embargo, el principal dato a destacar sería el más que significativo incremento de la inversión en activos monetarios privados. Dado que la inversión en este tipo de activos por parte de las SICAV aumentó en más del 115% a lo largo del último semestre del año, se podría apuntar como una de las posibles causas la crisis de las *subprime* que estalló en el mes de agosto de 2007.

En cuanto al sistema de liquidez de las acciones elegido, a finales de 2007 prácticamente todas las SICAV cotizaban en el MAB (Mercado Alternativo Bursátil, en funcionamiento desde junio de 2006), siete cotizaban en Bolsa (seis en el segmento de corros y una en el mercado continuo) y únicamente había dos SICAV que no cotizaban (utilizan un procedimiento de liquidez a través de suscripciones y reembolsos).

6.3. IIC extranjeras comercializadas en España

En los últimos años se ha producido un incremento muy significativo de la actividad de comercialización de IIC extranjeras en España, manteniéndose año tras año una tendencia al crecimiento, tanto en el número de IIC registradas como en el volumen comercializado (con la excepción del año 2007, como se explicará más adelante). Concretamente, desde finales de 2002 hasta finales de 2007, el volumen comercializado se ha multiplicado más de 5,6 veces y el número de IIC extranjeras registradas se ha más que duplicado.

De entre los diferentes motivos que explican el importante auge de las IIC extranjeras comercializadas en España, cabría destacar la oferta más amplia por parte de estas IIC de cierto tipo de productos demandados (de gestión alternativa, productos de alto riesgo, etc.) o la venta de estas IIC a través de grandes redes de comercialización o de plataformas de contratación creadas al efecto, facilitando así el acceso de los inversores a este producto.

En el año 2007 se produce una interrupción en el crecimiento sostenido del volumen comercializado de las IIC extranjeras, ya que éste sufrió una considerable caída (de casi un 16%) respecto del año anterior, a pesar de que el número de IIC registradas se incrementó en 2007 casi un 30% y el número de partícipes aumentó un 9,2%, hasta superar los 850.000. (véase cuadro 6.4) Detrás de esta disminución del volumen de inversión está el elevado número de reembolsos y en mucha menor medida, la reducción del valor patrimonial debido a pérdidas. Los reembolsos responden en gran medida a la importante desinversión por parte de los fondos de inversión nacionales en IIC extranjeras que tuvo lugar en el último semestre del año 2007.

IIC extranjeras comercializadas en España

CUADRO 6.4

	31/12/2006	31/12/2007	Var. (%)
Número de instituciones	340	440	29,41
Número de inversores	779.165	850.931	9,21
Volumen de Inversión (millones de euros)	44.102,90	37.092,70	-15,90
Distribución por país de origen			
Alemania	12	15	25
Austria	1	5	400
Bélgica	1	3	200
Francia	83	122	47
Holanda	1	1	0
Irlanda	46	52	13
Luxemburgo	189	229	21
Malta	1	1	0
Reino Unido	6	12	100

Fuente: CNMV.

Tal y como se observa en el cuadro 6.4 la mayoría de las IIC extranjeras registradas en España están domiciliadas en Luxemburgo. A lo largo de 2007 destaca el significativo aumento (en un 47%) de las IIC de origen francés (se han registrado varios fondos cotizados franceses -ETF-, en consonancia con el auge de este tipo de IIC en España).

En el cuadro 6.5 se observa que la comercialización de las IIC extranjeras se realiza, fundamentalmente, a través de los grandes bancos: dos de ellos españoles (Santander y BBVA) y dos europeos (BNP y Deutsche Bank). Estas cuatro entidades acumulan más del 44% del volumen total de IIC extranjeras comercializadas en España. Sin embargo, debido a la disminución del volumen de inversión de las IIC extranjeras en 2007, prácticamente todas las entidades han sufrido respecto del año anterior un descenso en su volumen comercializado, siendo las más afectadas All Funds Bank (Santander), BNP Paribas España y BBVA.

Las 10 principales comercializadoras de IIC extranjeras en España*

CUADRO 6.5

Importes en millones de euros

Comercializadora	Grupo Financiero	Volumen de inversión		
		Importe	Variación	Cuota (%)
All Funds Bank	Santander	4.935	-43,7	13,3
Banco Banif	Santander	3.089	-6,2	8,3
BBVA	BBVA	2.830	-33,7	7,6
Deutsche Bank	Deutsche Bank	2.354	-10,2	6,3
BNP PARIBAS ESPAÑA, S.A.	Banque Nationale de Paris	2.062	-40,0	5,6
UBS Bank	UBS	1.586	-7,2	4,3
Morgan Stanley Wealth Management	Morgan Stanley	1.302	-	3,5
Popular Banca Privada	Banco Popular	1.270	-22,8	3,4
Banco Español de Crédito	Santander	1.235	1,7	3,3
Credit Suisse	Credit Suisse	1.222	-12,4	3,3
Subtotal 10 primeras		21.885		59,0
Total volumen de inversión		37.093	-15,9	100

Fuente: CNMV.

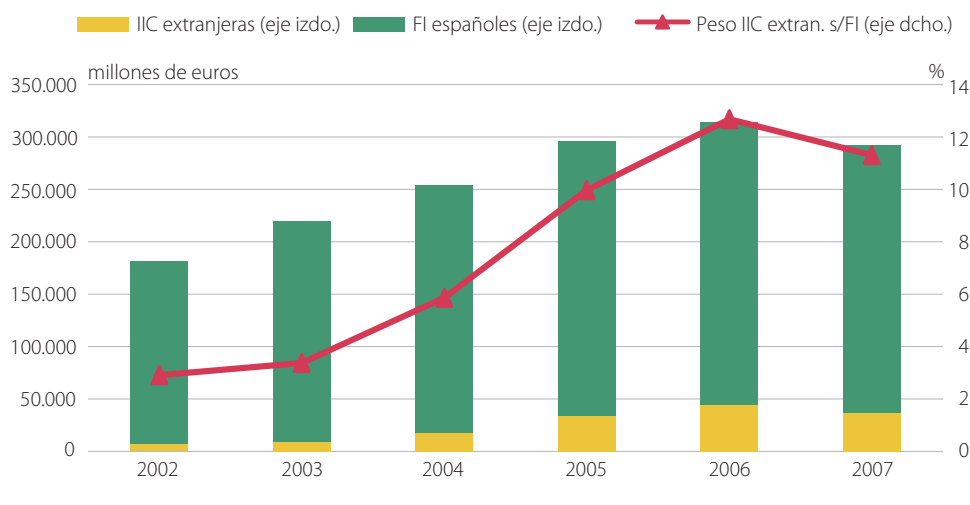
En el Anexo III.5 se incluye el importe neto comercializado de IIC extranjeras por las entidades españolas y las extranjeras residentes (-5.846 millones de euros), así como las suscripciones netas de fondos españoles (-20.388 millones de euros). Ambas cifras son negativas indicando que, en el año 2007, los reembolsos han sido superiores a las suscripciones tanto en fondos nacionales como en IIC extranjeras, aunque, proporcionalmente, este hecho ha afectado de forma mucho más significativa a las IIC extranjeras.

En este sentido, el año 2007 supone un punto de inflexión en la tendencia observada en ejercicios anteriores en cuanto al crecimiento sostenido del volumen comercializado por las IIC extranjeras ya que, en comparación con el patrimonio de los fondos de inversión españoles, éste ha pasado de representar tan sólo un 4% en los años 2002-2003 a un 16,3% en 2006, hasta terminar situándose, a finales de 2007, en un 14,5%. (véase gráfico 6.5). Por otra parte, el número de inversores en estas IIC se ha venido incrementando de forma notable en los últimos años y supone el 10,6% del total de inversores en fondos nacionales en 2007.

Patrimonio y peso de las IIC extranjeras comercializadas en España

GRÁFICO 6.5

Entidades financieras
y servicios de inversión
Inversión colectiva



Fuente: CNMV.

6.4. Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC)

La evolución de las sociedades gestoras de IIC fue positiva en 2007. A finales de año había 120 SGIIC registradas en la CNMV, tras haberse dado de alta nueve entidades¹¹ y tres de baja¹².

Cabe destacar que el elevado número de altas de sociedades gestoras en 2007 viene ligado, fundamentalmente, al importante desarrollo que está teniendo la industria de *hedge funds* en España. De las nueve entidades que se dieron de alta, seis están especializadas en gestionar IIC de inversión libre y/o IIC de IICIL. Asimismo, a lo largo del año se autorizaron 19 solicitudes de ampliación de programa de actividades de SGIIC ya inscritas, es decir, entidades autorizadas para gestionar IIC ordinarias que solicitaron una autorización adicional para la gestión de este tipo de IIC. Por tanto, a finales de 2007 había 39 sociedades gestoras autorizadas para gestionar IIC de inversión libre, lo cual representa un 32,5% del total de SGIIC registradas.

6.4.1. Patrimonio y resultados

Las SGIIC gestionan la totalidad de los fondos de inversión y el 96,7% de las SICAV registradas. El número de IIC gestionadas aumentó casi un 5% respecto de 2006. El patrimonio medio gestionado por entidad se situó en 2007 por encima de los 2.465 millones de euros, reduciéndose considerablemente respecto al año anterior (2.705 millones de euros) debido, entre otras causas, al elevado número de reembolsos de fondos de inversión que tuvo lugar durante el año.

Las sociedades gestoras de IIC continuaron aumentando sus beneficios durante 2007, aunque de forma muy discreta. Desde el año 2003 se mantiene una tendencia

11. Véase Anexo III.6.

12. Las SGIIC que se dieron de baja fueron: Afina Gestión (grupo Commerzbank), Gesdinco Gestión (grupo Renta 4) y Aguilar y de la Fuente Gestión.

SGIIC. Número de sociedades y patrimonio gestionado o asesorado

CUADRO 6.6

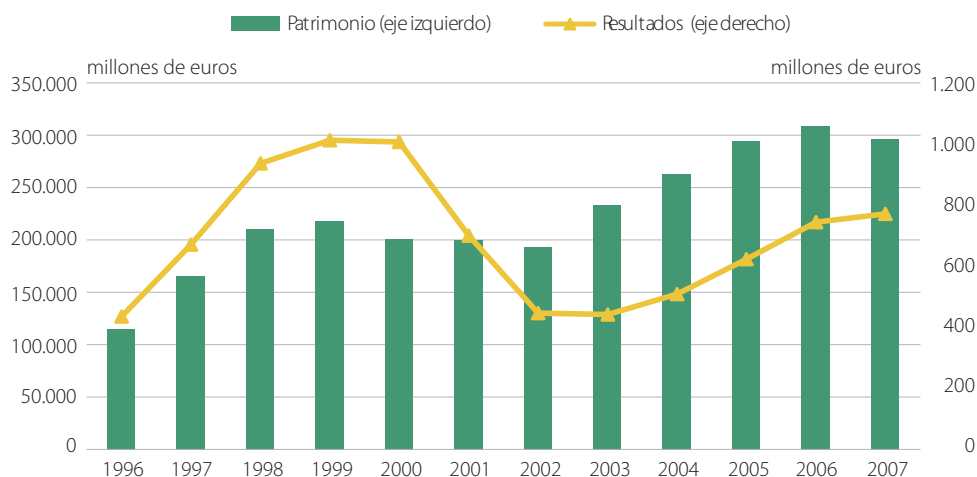
Importes en miles de euros			
	31/12/2006	31/12/2007	Var. (%)
Número de sociedades	114	120	5,3
Número de IIC gestionadas	5.923	6.205	4,8
Patrimonio	308.476.093	295.907.382	-4,1
Distribución por tipo de IIC			
Fondos de inversión			
Número	2.850	2.954	3,6
Patrimonio	270.406.307	255.040.934	-5,7
IIC de IIC de inversión libre			
Número	2	31	1.450,0
Patrimonio	599	999.286	-
IIC de inversión libre			
Número	5	21	320,0
Patrimonio	24.420	445.802	1.725,6
Sociedades de inversión			
Número	3.049	3.181	4,3
Patrimonio	28.992.727	30.299.960	4,5
IIC inmobiliarias			
Número	17	18	5,9
Patrimonio	9.052.040	9.121.400	0,8

Fuente: CNMV.

al crecimiento de los resultados antes de impuestos, pero éstos todavía distan bastante del máximo histórico que alcanzaron en el periodo 1999-2000, como se observa en el gráfico 6.6.

Sociedades Gestoras de IIC: patrimonio gestionado y resultados

GRÁFICO 6.6



Fuente: CNMV.

Las comisiones netas percibidas siguieron aumentando, aunque a un ritmo muy inferior al 2006. Sin embargo, a diferencia de años anteriores, las comisiones de gestión de IIC disminuyeron al reducirse el patrimonio gestionado. Dentro de las comi-

siones percibidas, cabe destacar el sustancial incremento del concepto “Otras”, que recoge las comisiones por otras actividades de las SGIIC como son, entre otras, la gestión de carteras, de capital riesgo, de IIC de inversión libre y de IIC extranjeras o la prestación de servicios de asesoramiento.

El margen ordinario también se incrementó, aunque a mucho menor ritmo que en 2006, y cabría destacar el significativo aumento de los gastos de explotación. Como consecuencia de ello, el resultado antes de impuestos tuvo un incremento muy discreto en 2007.

Sociedades gestoras de IIC: cuenta de pérdidas y ganancias

CUADRO 6.7

Importes en miles de euros

	2006	2007	Variación (%)
MARGEN FINANCIERO	42.673	63.404	48,58
BENEFICIOS NETOS EN VALORES	9.355	10.372	10,87
COMISIONES NETAS PERCIBIDAS	1.040.344	1.088.458	4,62
Comisiones percibidas	3.387.723	3.339.894	-1,41
Gestión de IIC	3.280.953	3.193.738	-2,66
Suscripción y reembolso	75.853	78.796	3,88
Otras	30.917	67.360	117,87
Comisiones satisfechas	2.347.379	2.251.436	-4,09
MARGEN ORDINARIO	1.092.372	1.162.234	6,40
GASTOS DE EXPLOTACIÓN	335.388	396.533	18,23
MARGEN DE EXPLOTACIÓN	756.984	765.701	1,15
AMORTIZACIONES Y OTRAS DOTACIONES	16.934	15.892	-6,15
OTRAS GANANCIAS Y PÉRDIDAS	3.911	21.340	445,64
RESULTADOS ANTES DE IMPUESTOS	743.961	771.149	3,65
IMPUESTOS SOBRE SOCIEDADES	255.384	247.275	-3,18
RESULTADOS DESPUES DE IMPUESTOS	488.577	523.766	7,20

Fuente: CNMV.

Las diez primeras gestoras por patrimonio gestionado concentraban el 64,9% del total de patrimonio al cierre del ejercicio, así como el 59% de los resultados totales antes de impuestos¹³. Las dos primeras gestoras (Santander Asset Management y BBVA Gestión) obtuvieron el 29,9% de los resultados totales antes de impuestos con el 33,9% del patrimonio gestionado.

6.4.2. Rentabilidad sobre fondos propios

La rentabilidad sobre fondos propios (ROE) de las sociedades gestoras fue del 61% en 2007, reduciéndose respecto del año anterior. Pese al dato positivo agregado, existe un importante número de SGIIC cuya rentabilidad lleva siendo muy reducida o negativa durante los últimos cinco años¹⁴. Al contrario que en años anteriores, el

13. Las 5 primeras gestoras por patrimonio son Santander Asset Management, S.A., SGIIC, BBVA Gestión, S.A., SGIIC, Invercaixa Gestión, S.A., SGIIC, Bansabadell Inversión, S.A., SGIIC y Ahorro Corporación Gestión, S.A., SGIIC.

14. 40 sociedades gestoras tienen una rentabilidad sobre fondos propios inferior al 10%, de las cuales en 19 casos son negativas.

número de entidades en pérdidas se incrementó de 12 a 19 (aunque el peso del patrimonio gestionado por estas entidades siguió disminuyendo del 1% al 0,6%). No obstante, el aumento del número de entidades en pérdidas se explica, casi en su totalidad, por el elevado número de nuevas SGIIC registradas a lo largo del año, de las cuales cinco terminaron el ejercicio con resultados negativos.

Resultados antes de impuestos, ROE y nº de entidades en pérdidas CUADRO 6.8

Importes en millones de euros

	Resultados antes de impuestos	ROE antes de impuestos	Nº entidades en pérdidas
2000	1.005.766	84	17
2001	701.725	63	20
2002	457.091	44	31
2003	445.318	44	23
2004	512.288	49	17
2005	622.779	53	16
2006	743.961	69	12
2007	771.149	61	19

Fuente: CNMV.

6.5. Depositarios de IIC

Los depositarios tienen encomendado el depósito o custodia de los valores, efectivo y, en general, de los activos objeto de las inversiones de las IIC, así como la vigilancia de la actuación de las sociedades gestoras y, en su caso, de otros administradores de las IIC¹⁵. Así pues, los depositarios reúnen funciones de guarda y custodia y de control, esenciales para la protección de los inversores. Los bancos, las cajas de ahorro, las cooperativas de crédito y las sociedades y agencias de valores pueden ejercer la función de depositario. El registro de esta actividad corresponde a la CNMV.

Al finalizar 2007 estaban registrados en la CNMV 126 depositarios de IIC, seis menos que en el año anterior. Desde hace unos años se observa una tendencia a la reducción en el número de estas entidades, debido principalmente a los procesos de fusión y absorción, y a las posteriores reestructuraciones dentro de los grupos financieros.

Respecto a la cuota de mercado de los distintos tipos de entidades depositarias, cabe señalar el predominio de los bancos, pues concentraban el 66,7% del patrimonio en custodia de las IIC a finales de 2007. Les siguen en importancia las cajas de ahorro (28,5%), las cooperativas de crédito (1,8%) y las sociedades y agencias de valores (3,%). En relación con el año anterior, no ha habido variaciones relevantes en las cuotas de mercado de las distintas entidades.

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

7. Prestación de servicios de inversión

Diversos tipos de entidades pueden prestar servicios de inversión: las sociedades de valores, las agencias de valores, las sociedades gestoras de cartera, las sociedades gestoras de IIC y las entidades de crédito. Bajo la legislación actual, los cuatro primeros tipos de entidades son autorizadas y supervisadas íntegramente por la CNMV. La prestación de servicios de inversión por parte de las entidades de crédito también está sujeta a supervisión de la CNMV¹. Las entidades de crédito son los principales prestadores de servicios de inversión en España, ya que su extensa red de oficinas garantiza el acceso a los inversores minoristas en todo el territorio nacional. De hecho, estas entidades mantienen una cuota de mercado relativamente estable en el 75% de los ingresos generados por estas actividades. Le siguen las sociedades de valores con un 20% y las agencias de valores con un 5%. Sin embargo, históricamente se observa una cierta especialización por tipos de entidades en algunos servicios. Así, por ejemplo, las entidades de crédito tienen una importancia relativa mayor en los servicios de administración y custodia de valores y en la comercialización de fondos de inversión gracias a las posibilidades de distribución de sus redes. Por su parte, las sociedades y agencias de valores muestran una cuota de mercado superior en la compraventa de valores.

La crisis de los mercados financieros de la segunda mitad de 2007 no ha repercutido significativamente en el rendimiento y la solvencia de las empresas sujetas a la supervisión prudencial de la CNMV, que se mantuvieron en niveles elevados. Los beneficios se incrementaron con carácter general para todos los tipos de entidades e incluso los ingresos por comisiones con mayor peso en su cuenta de resultados (por compraventa de valores) crecieron notablemente debido al aumento de contratación provocado por el aumento de la volatilidad de los precios en diversos mercados. Otros ingresos (como los relacionados con la industria de inversión colectiva o con las emisiones en los mercados primarios) sí se vieron más afectados.

La coyuntura actual, el proceso de integración europea y las normativas aprobadas recientemente implican retos importantes para las empresas de servicios, que tienen que abordar: (i) el reforzamiento de los sistemas de control de riesgos (principalmente de los riesgos que se derivan de la operativa de los clientes), (ii) el incremento de la competencia en el seno de un mercado europeo de servicios de inversión, cuyos efectos empiezan a percibirse y (iii) la necesidad de adaptación a la Ley 47/2007^{2,3} que,

1. El Banco de España se encarga de la supervisión prudencial de las entidades de crédito.

2. La Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, incorpora al ordenamiento jurídico español las siguientes Directivas europeas: la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, la Directiva 2006/73/CE de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva y la Directiva 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito.

3. Para mayor detalle, véase el anexo legislativo.

entre otras cuestiones, aborda la transposición de la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID). En el ámbito de la prestación de servicios de inversión las novedades más importantes son: la ampliación del catálogo de servicios de inversión, la creación de un nuevo tipo de empresa de servicio de inversión (“empresas de asesoramiento financiero”) y el establecimiento de diversos requisitos de organización interna y de normas de conducta aplicadas a las relaciones con la clientela.

7.1. Entidades de crédito

7.1.1 Autorización y registro

Las entidades de crédito pueden prestar todos los servicios de inversión recogidos en la LMV⁴, incluso los servicios de inversión auxiliares, siempre que su régimen jurídico, sus estatutos y su autorización específica les habilite para ello. El Banco de España es la entidad encargada de su autorización y de informar a la CNMV sobre las entidades de crédito autorizadas para prestar servicios de inversión.

A 31 de diciembre de 2007, en el Registro Oficial de la CNMV correspondiente a las entidades de crédito nacionales que prestan servicios de inversión, se encontraban registradas 201 entidades de crédito nacionales (bancos, cajas de ahorro y cooperativas), tres menos que a finales de 2006.

Las entidades de crédito extranjeras con autorización para operar en España pueden también prestar servicios de inversión siempre que lo tengan previsto en su régimen de autorización⁵. Estas entidades pueden operar mediante establecimiento físico (sucursal) o sin él. Al finalizar 2007, figuraban en el Registro de la CNMV 372 entidades de crédito extranjeras en España (con sucursal o sin ella) en disposición de prestar servicios de inversión (24 más que en 2006). Todo el incremento en el número de entidades tuvo lugar en el conjunto de entidades de crédito extranjeras autorizadas en otros Estados miembros de la UE, es decir, comunitarias, que pasó de 339 a 363. Estas entidades suponen casi el 98% del total de entidades de crédito extranjeras autorizadas para operar en España. Son destacables los aumentos de las entidades procedentes de Luxemburgo y Reino Unido (libre prestación de servicios) y de Portugal e Irlanda (con sucursal).

Respecto al régimen de prestación de servicios, 312 entidades de crédito habían comunicado su intención de prestar servicios de inversión sin establecimiento físico (16 más que en 2006) y 60 disponían de sucursal en España (ocho más que en 2006).

7.1.2. Actividad en valores de las entidades de crédito

La prestación de servicios de inversión es muy relevante para las entidades de crédito ya que les reporta ingresos sustanciales. Según se desprende del cuadro 7.1, las comisiones percibidas por estas entidades por servicios de valores representaron

4. Artículo 63.

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

cerca del 11% de las comisiones totales de las entidades de crédito en 2007. Si se suman las comisiones percibidas por la comercialización de fondos de inversión (16% del total), se obtiene que las actividades relacionadas con los mercados de valores concentraron más de la cuarta parte de las comisiones de las entidades crediticias en 2007, un porcentaje ligeramente menor que el de 2006 debido al freno registrado en 2007 en la industria de fondos de inversión.

Ingresos de las entidades de crédito (EC) por la prestación de servicios de valores y la comercialización de productos financieros no bancarios CUADRO 7.1

Importes en millones de euros

	2004	2005	2006	2007	% s/total comisiones EC
Por servicios de valores	1.074	1.172	1.394	1.751	10,8
Aseguramiento y colocación de valores	123	97	143	340	2,1
Compraventa de valores	305	365	472	608	3,7
Administración y custodia	588	634	681	675	4,2
Gestión de patrimonio	58	76	98	128	0,8
Por comercialización de productos financieros no bancarios	2.813	3.273	3.923	4.237	26,1
Fondos de inversión	1.977	2.179	2.498	2.530	15,6
Fondos de pensiones	231	371	433	483	3,0
Seguros	574	676	935	1.131	7,0
Otros	31	47	57	93	0,6

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Como se ha dicho, la actividad de prestación de servicios de inversión es primordialmente bancaria. En los últimos cinco años las entidades de crédito obtuvieron entre el 73% y el 77% de los ingresos totales asociados a esta actividad, frente a las sociedades y agencias de valores con unos rangos del 17%-21% y del 5%-6% respectivamente.

Por el contrario, la actividad de compraventa de valores es más típica de las sociedades de valores, que ingresan más de la mitad de las comisiones por este concepto. La actividad de gestión de carteras se encuentra más diversificada entre los diversos tipos de entidades.

Entre los cambios significativos más recientes en las cuotas de mercado cabe destacar los siguientes: (i) la importancia relativa de las entidades de crédito en las dos actividades que prácticamente acaparan en su totalidad (depósito de valores y comercialización de fondos de inversión) se ha mantenido relativamente estable en los últimos años; (ii) la cuota relativa de las entidades de crédito en la actividad de compraventa de valores se ha incrementado en casi tres puntos porcentuales en detrimento de la cuota de las agencias de valores; y (iii) la cuota relativa de las entidades de crédito en relación a la gestión de patrimonio ha descendido más de ocho puntos porcentuales (más de cinco en las agencias de valores) a favor de las sociedades gestoras de cartera⁶.

6. Aunque no se ha incluido en el cálculo es preciso tener en cuenta que las SGIC también pueden prestar servicios de gestión de carteras desde la entrada en vigor del Reglamento de IIC y que su cuota de mercado relativa es aún reducida pero creciente.

Comisiones percibidas por servicios de inversión. 2007

CUADRO 7.2

Importes en millones de euros

	Sociedades y agencias de valores	Sociedades gestoras de cartera	Entidades de crédito (EC)	Total	% EC/total
Colocación y aseguramiento	65	-	340	405	84,0
Compraventa de valores	907	-	608	1.515	40,1
Gestión de patrimonios	57	23	128	208	61,5
Administración y custodia	27	-	675	702	96,2
Comercialización fondos de inversión	213	2	2.530	2.745	92,2

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Valores depositados¹ en las entidades de crédito a 31/12

CUADRO 7.3

Importes en millardos de euros

	2004	2005	2006	2007 ²	%var 07/06
Renta Fija	896,4	1.071,0	1.126,6	1.185,3	5,2
Empréstitos	812,7	982,1	1.026,3	1.083,2	5,5
Pagarés y efectos al descuento	83,7	88,9	100,3	102,1	1,8
Renta Variable	649,2	749,5	964,7	1.002,4	3,9
Acciones cotizadas	607,9	702,1	918,5	952,3	3,7
Acciones no cotizadas	41,3	47,4	46,2	50,1	8,4
Total Entidades de Crédito	1.545,6	1.820,5	2.091,3	2.187,7	4,6
Total SV y AV	46,7	61,9	78,3	91,9	17,4

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

1. Los valores cotizados están registrados por su valor de mercado y los valores no cotizados por su nominal.
2. Datos de 30 de junio de 2007 para las entidades de crédito, 31 de diciembre de 2007 para las SV y AV.

7.2 Sociedades y agencias de valores

Un total de 99 entidades estaban inscritas en la CNMV como sociedades y agencias de valores al finalizar 2007, cinco menos que en el año 2006 debido, fundamentalmente, a la reducción del número de agencias de valores (véase cuadro 7.4). Como en los últimos ejercicios, la ligera tendencia a la baja en el número de ESI españolas contrasta con el aumento de las entidades autorizadas en otros Estados miembros de la Unión Europea que comunicaron a la CNMV su intención de prestar servicios de inversión en España, que fue especialmente intenso en 2007 a raíz de la entrada en vigor de la MiFID. Así, el número de entidades extranjeras acogidas en régimen de libre prestación de servicios pasó de 951 a 1.365, mientras que el número de entidades extranjeras con sucursal pasó de 22 a 29.

Respecto a las altas de entidades nacionales (cuatro sociedades de valores y una agencia de valores), cabe señalar que en tres casos las entidades autorizadas eran independientes, en el sentido de que su capital no estaba mayoritariamente controlado por otra entidad financiera (véase anexo III.8). Las dos altas restantes (SV) son producto de la escisión de una sociedad de valores⁷.

7. Morgan Stanley, Sociedad de Valores (baja) se escindió en Morgan Stanley Wealth Management, Sociedad de Valores, SA y Morgan Stanley, Sociedad de Valores, SA.

Altas y bajas en el registro de entidades

CUADRO 7.4

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

Tipo de entidad	Entidades a 31/12/06	Altas	Bajas	Entidades a 31/12/07
Entidades nacionales	104	5	10	99
Sociedades de valores	47	4	5	46
Miembros de bolsa	37	3	4	36
No miembros de bolsa	10	1	1	10
Agencias de valores	57	1	5	53
Miembros de bolsa	10	0	2	8
No miembros de bolsa	47	1	3	45
Entidades extranjeras	973	453	32	1.394
Con sucursal	22	7	0	29
En libre prestación de servicios	951	446	32	1.365
Pro memoria:				
Representantes	7.205	1.007	925	7.287

Fuente: CNMV.

Por el lado de las bajas, cuyo número ascendió a 10 (el doble que en 2006) es preciso comentar que cuatro fueron absorbidas por entidades de crédito españolas o comunitarias en el seno de un proceso de reestructuración del sector de prestación de servicios de inversión que aún no ha finalizado. La capacidad, cada vez más amplia, de las entidades bancarias para operar en servicios de inversión, junto con la búsqueda de ahorro de costes, hace que los grupos bancarios tiendan a integrar en sus grupos sociedades y agencias de valores y que, por tanto, el interés por constituir filiales de sociedades y agencias de valores sea cada vez menor. En el ámbito de las agencias de valores también destaca la baja de dos de ellas por su transformación o absorción por otra sociedad gestora de IIC. La ampliación de la capacidad operativa de estas últimas en gestión de carteras y en la comercialización de IIC ha provocado varios movimientos corporativos en este sentido en los últimos años.

También se han producido dos cambios de control en sendas agencias de valores. En uno de ellos la compra de la entidad ha sido efectuada por parte de los trabajadores de la entidad y en el otro caso la compra ha sido efectuada por una entidad financiera extranjera.

El número de agentes o representantes de sociedades y agencias de valores continuó siendo muy elevado e incluso se incrementó desde 7.205 en 2006 a 7.287 en 2007. No obstante, no todas las entidades mantienen contratos de esta naturaleza y la gran mayoría de representantes lo son de una sola entidad. Así sólo 45 entidades tuvieron representantes y aquellas con un número mayor de ellos pertenecían a entidades vinculadas a compañías de seguros. De hecho sólo una de ellas (Mapfre Inversión, SV) concentró más del 78% del número total de representantes.

Las entidades españolas no hacen mucho uso del pasaporte europeo en ninguna de las modalidades de prestación de servicios (con sucursal o en régimen de libre prestación). Así, a 31 de diciembre de 2007 sólo dos entidades españolas mantenían sucursales en otros países de la Unión Europea (Reino Unido y Portugal), idéntica cifra que en 2006. Y, además, el número de ESI españolas que ejercían o mantenían su intención de ejercer el citado pasaporte en la modalidad de libre prestación de servicios; es decir, sin establecimiento físico, se redujo desde 32 a finales de 2006

hasta 29 en 2007. Los países de acogida que reunían un mayor número de comunicaciones de entidades españolas para prestar servicios en esta modalidad (véase anexo III.10) fueron Portugal (17), Alemania (16), Francia (12) y Bélgica (12), Holanda (11) e Italia (11).

Dentro de las entidades no bancarias autorizadas a ejercer servicios de inversión en España cabe resaltar el predominio de aquellas con origen en el Reino Unido en las dos modalidades, sucursal o libre prestación de servicios. Así, de las 29 sucursales de ESI extranjeras en España, 24 correspondían a entidades del Reino Unido (con un incremento de seis en 2007), y de las 414 nuevas comunicaciones netas para prestar servicios de inversión en España sin sucursal recibidas en 2007, 389 procedían también de ese país. Aunque de mucha menor cuantía, también es preciso señalar el incremento de las comunicaciones de entidades alemanas y noruegas en régimen de libre prestación (véase anexo III.7).

7.2.1 Rentabilidad y solvencia del sector

El conjunto de empresas de servicios de inversión españolas se caracteriza por una fuerte heterogeneidad. Las entidades no sólo difieren en su tamaño o en los resultados obtenidos, sino también en el tipo de comisiones que perciben. Así, las sociedades de valores están más especializadas en la tramitación de órdenes y casi el 66% de las comisiones percibidas por estas entidades en 2007 estuvieron asociadas a este concepto. Las agencias de valores también muestran una fuerte dependencia de la tramitación de órdenes (42% de las comisiones totales) aunque existen entidades especializadas en otros conceptos (24% en concepto de suscripción y reembolso de IIC y un 9% por gestión de carteras).

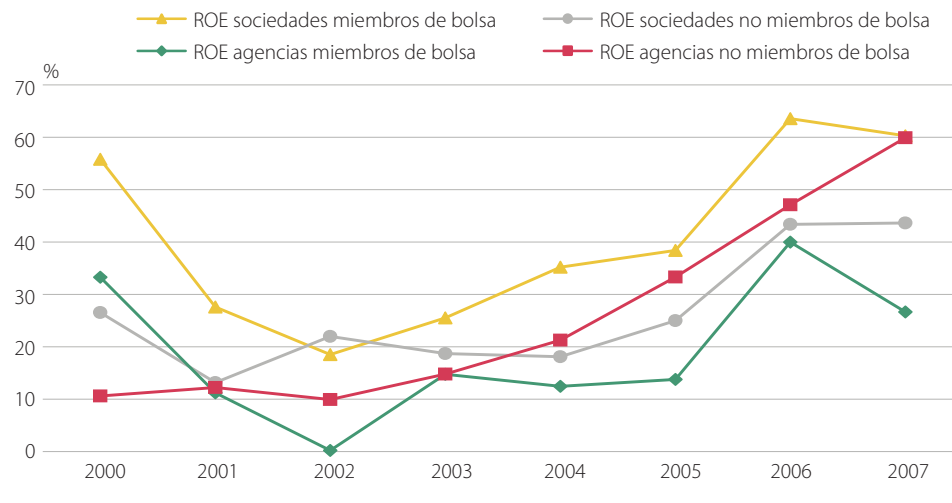
En términos agregados, los beneficios antes de impuestos del sector en 2007 se cifraron en 886 millones de euros, lo que supuso un incremento del 23,3% respecto al año anterior. El crecimiento de dichos resultados fue notable, tanto en el conjunto de las sociedades de valores (22,6%) como en las agencias de valores (27,6%). El aumento de los beneficios tuvo un origen más equilibrado en el caso de las sociedades de valores ya que se debió fundamentalmente al buen comportamiento de las actividades ordinarias del sector (tanto por cuenta ajena como por cuenta propia), mientras que en el caso de las agencias de valores la mejoría procedió de los resultados extraordinarios o no recurrentes. La crisis financiera originada tras la crisis de las *subprime* no ha erosionado la actividad de prestación de servicios de inversión que, en algunos casos, incluso se ha beneficiado del aumento de contratación que suele ir aparejado con el aumento de la incertidumbre de los mercados.

El buen comportamiento de los ingresos del sector permitió que las rentabilidades sobre recursos propios (ROE) de los distintos tipos de entidades se mantuvieran en niveles elevados (véase gráfico 7.1) salvo en el caso de las agencias de valores miembros de bolsa, cuyos ROE descendieron notablemente por el incremento de las dotaciones de una de ellas. En términos agregados, el ROE de las sociedades miembros de bolsa y de las agencias no miembros quedó cerca del 60% y el de las sociedades no miembros quedó cerca del 44%.

Un estudio desagregado de la evolución del sector muestra que la mejora del resultado tuvo lugar de forma relativamente generalizada (un 62% de las entidades mejoraron sus resultados). Así, se produjo un aumento considerable en el número de

ROE antes de impuestos de las sociedades y agencias de valores

GRÁFICO 7.1

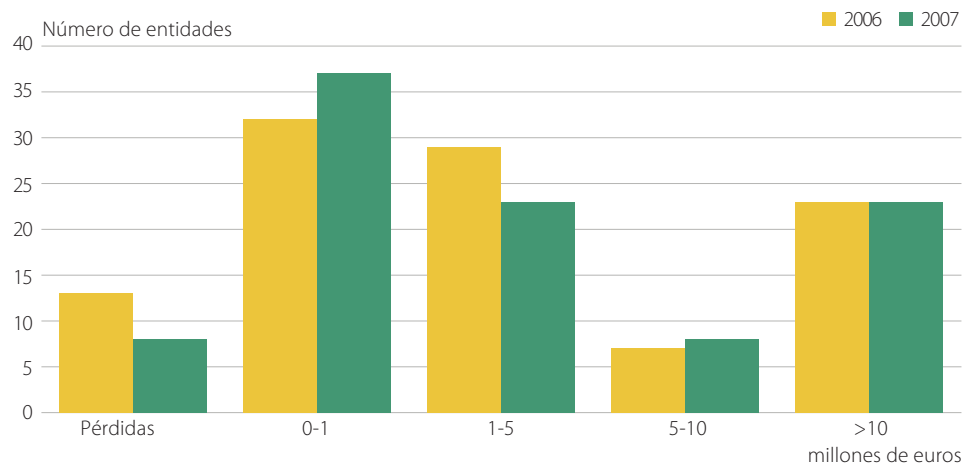


Fuente: CNMV.

entidades con beneficios en los tramos más reducidos (menos de 1 millón de euros) y también en los tramos más elevados (más de 5 millones de euros). Además, se redujo notablemente el número de entidades en pérdidas, que pasó de 13 en 2006 a 8 en 2007. No obstante, el volumen de las pérdidas se incrementó respecto a las cifras de 2006 como consecuencia de los resultados negativos de una sociedad de valores⁸, si bien siguen representando un porcentaje reducido de los resultados agregados del sector.

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

GRÁFICO 7.2



Fuente: CNMV.

Entidades financieras
y servicios de inversión
Prestación de servicios
de inversión

Entidades en pérdidas: número e importe*

CUADRO 7.5

Importes en miles de euros

	Nº de entidades		Importe	
	2006	2007	2006	2007
SVB	2	1	1.449	5.631
SV	0	1	0	1.984
AVB	3	0	1.170	0
AV	8	6	3.690	3.035
Total	13	8	6.309	10.650

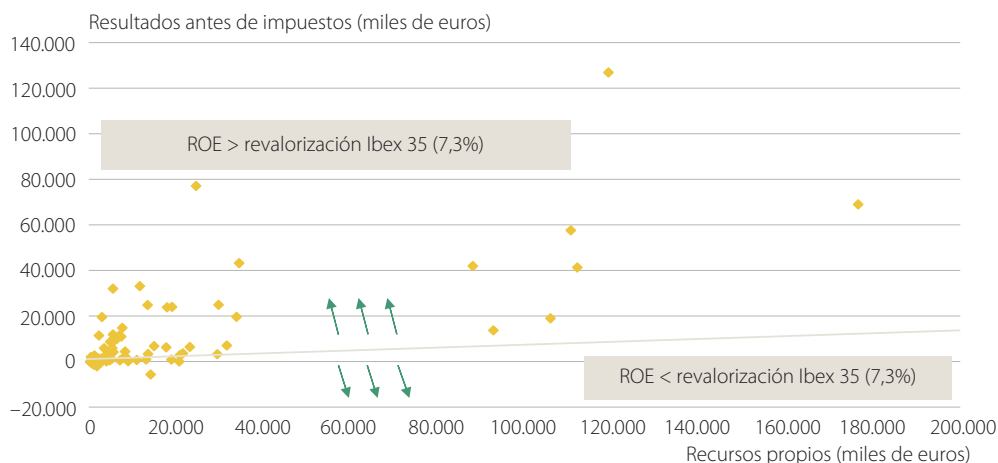
Fuente: CNMV.

* Antes de impuestos.

El estudio de las rentabilidades individuales de las entidades y su comparación con el rendimiento de otras referencias del mercado confirma la buena salud del sector en este ámbito. Así, más del 77% de las sociedades y agencias de valores obtuvo en 2007 un ROE (antes de impuestos) superior a la revalorización del Ibex-35 y más del 83% de las entidades superó el rendimiento de la deuda pública a diez años.

Resultados y recursos propios de las sociedades y agencias de valores

GRÁFICO 7.3



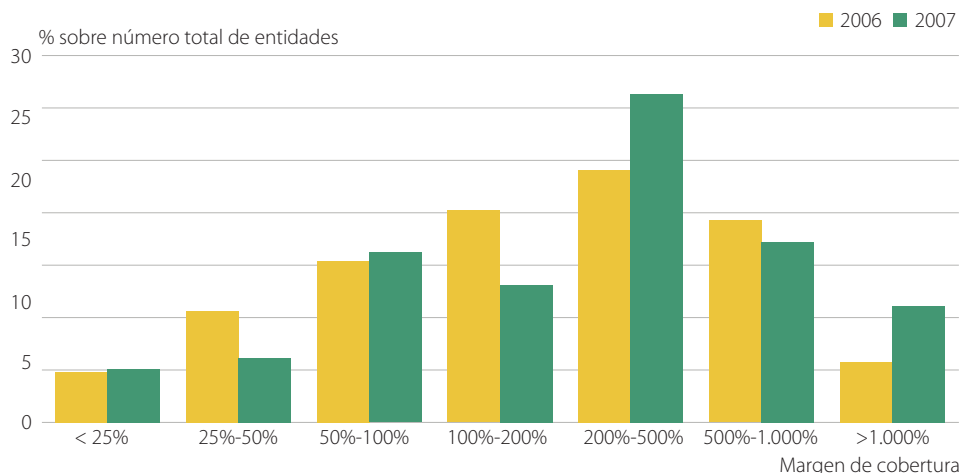
Fuente: CNMV.

La solvencia de las sociedades de valores fue en general muy holgada. El superávit de recursos propios de 2007 prácticamente se mantuvo en los mismos niveles de 2006. En el caso de las sociedades de valores, este superávit fue 4,2 veces superior a los recursos propios exigibles (idéntica cifra en 2006) y, en el caso de las agencias de valores, el superávit fue el doble del requerido (210% en 2006). El número de entidades con margen de solvencia más ajustado (inferior al 50% de los recursos exigibles) descendió desde 16 en 2006 hasta 11 en 2007. De ellas, dos eran sociedades de valores y nueve eran agencias de valores.

Margen de cobertura sobre los recursos propios exigibles

GRÁFICO 7.4

Entidades financieras
y servicios de inversión
Prestación de servicios
de inversión



Fuente: CNMV.

7.2.2 Sociedades de valores

Sociedades de valores miembros de bolsa (SVB)

Entre todos los tipos de ESI⁹, las sociedades de valores miembros de bolsa (SVB) son las más relevantes por su tamaño, recursos propios y resultados. Son las empresas de servicios de inversión a las que la LMV atribuye la capacidad de prestación de todos los servicios de inversión y, además, pueden realizar actividades por cuenta ajena y propia. Suelen estar especializadas en la compraventa de valores. Estas entidades concentraron en 2007 el 77% de los recursos propios del total de sociedades y agencias de valores y el 79% de los resultados antes de impuestos.

Como se observa en el cuadro 7.6 el beneficio antes de impuestos agregado de las SVB superó los 632 millones de euros, lo que supone un aumento del 26,8% respecto a la cifra de 2006¹⁰. A pesar de que la fuerte concentración del sector propició que las cinco SVB con los mayores beneficios representaran más del 53% de los resultados agregados de las SVB, es cierto que la mejoría fue generalizada entre este tipo de entidades (el 67% aumentaron sus beneficios antes de impuestos). Únicamente una entidad finalizó el ejercicio 2007 en pérdidas (dos en 2006) debido al riesgo de crédito originado por la operativa en los mercados de los clientes de dicha entidad. Las pérdidas de esta SVB superaron los 5,6 millones de euros (un 0,8% de los resultados agregados de las SVB).

El incremento del beneficio de las sociedades de valores miembros de bolsa tuvo origen en el buen comportamiento tanto de las actividades recurrentes como de las no recurrentes, y también en la moderación de los gastos de explotación, que sólo crecieron un 0,6% en 2007. Respecto a las actividades propias de estas entidades, destaca el incremento del margen ordinario, que fue cercano al 20% (más de 911 millo-

9. Sociedades de valores miembros y no miembros de bolsa, agencias de valores miembros y no miembros de bolsa y las sociedades gestoras de cartera.

10. Las magnitudes que se presentan en el cuadro excluyen la información de una sociedad de valores, que contabiliza parte de su operativa por cuenta propia como "otras ganancias y pérdidas", distorsionando sustancialmente algunos agregados de la cuenta de resultados.

nes de euros¹¹). En el caso de las actividades no recurrentes cabe mencionar el notable crecimiento (casi del 50%) de la partida de otras ganancias y pérdidas, si bien su volumen es muy reducido en comparación con las anteriores.

Dentro del margen ordinario, el grueso de los ingresos proviene de la operativa por cuenta ajena, es decir, con las comisiones netas percibidas (*versus* operativa por cuenta propia, es decir, margen financiero y beneficio neto en valores). Según se comentó con anterioridad, las SVB están fuertemente especializadas en la actividad de tramitación y ejecución de órdenes, una operativa que generó en 2007 unas comisiones para estas entidades superiores a los 637 millones de euros (un 21% más que en 2006) debido al fuerte incremento en el volumen de operaciones mediado en los mercados de renta variable nacional (véase gráfico 7.5). El aumento de la contratación propiciado por el aumento de la incertidumbre de los mercados financieros ha beneficiado este segmento de actividad. Los corretajes medios se mantuvieron prácticamente en los mismos niveles que en 2006.

Cuenta de pérdidas y ganancias de las sociedades de valores¹

CUADRO 7.6

Importes en miles de euros

	Miembros de bolsa ²		No miembros de bolsa	
	2007	% var 07/06	2007	% var 07/06
Margen financiero	114.170	26,26	12.118	123,79
Beneficios netos en valores	110.032	89,67	5.552	32,82
Comisiones netas percibidas	687.182	12,12	98.533	10,55
Comisiones percibidas	939.396	16,75	129.189	9,93
Tramitación y ejecución de órdenes	637.209	20,66	47.321	21,39
Colocación y aseg. de emisiones	62.092	-15,27	53	-
Suscripción y reembolso en IIC	85.580	-1,86	52.901	-2,24
Gestión de carteras	21.724	16,63	7.925	50,78
Otras	132.791	36,33	20.989	9,53
Comisiones satisfechas	252.214	31,58	30.656	7,99
Margen ordinario	911.384	19,70	116.203	17,71
Gastos de explotación	362.664	0,56	56.760	21,89
Personal	221.978	-0,67	42.813	26,34
Generales	140.686	2,58	13.947	9,99
Margen de explotación	548.720	36,93	59.443	13,98
Amortizaciones y otras dotaciones	86.120	463,47	1.079	-24,17
Otras ganancias y pérdidas	170.142	49,77	9.006	-27,03
Resultado antes de impuestos	632.742	26,79	67.370	6,81
Impuestos	189.510	24,79	16.801	-24,15
Resultados después de impuestos	443.232	27,66	50.569	23,57

Fuente: CNMV.

1. Incluye la información de todas las entidades que estuvieron dadas de alta en los registros de la CNMV en cualquier momento del ejercicio, no sólo al finalizar el mismo.
2. Ver nota a pie de página número 10.

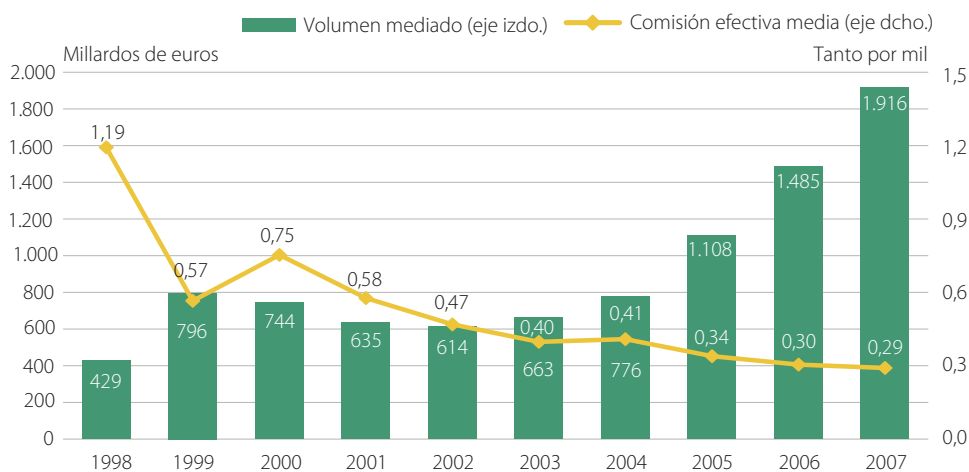
11. Incluyendo las cifras de esta entidad aludida en la nota anterior, el margen ordinario agregado de las SVB se habría situado en 523 millones de euros (un 29,5% menos que en 2006) y el margen de explotación agregado habría quedado en 121 millones de euros (un 64,6% menos que en 2006).

Otras actividades de las SVB no experimentaron una evolución tan favorable, aunque representan un menor porcentaje en sus ingresos por comisiones. Así, las comisiones percibidas por suscripción y reembolso de IIC descendieron un 1,9% en 2007, representando 85 millones de euros. El estancamiento de la industria de inversión colectiva el pasado ejercicio explicaría este comportamiento. Por su parte, las comisiones obtenidas por colocación y aseguramiento de emisiones descendieron un 15% hasta los 62,1 millones de euros.

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

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

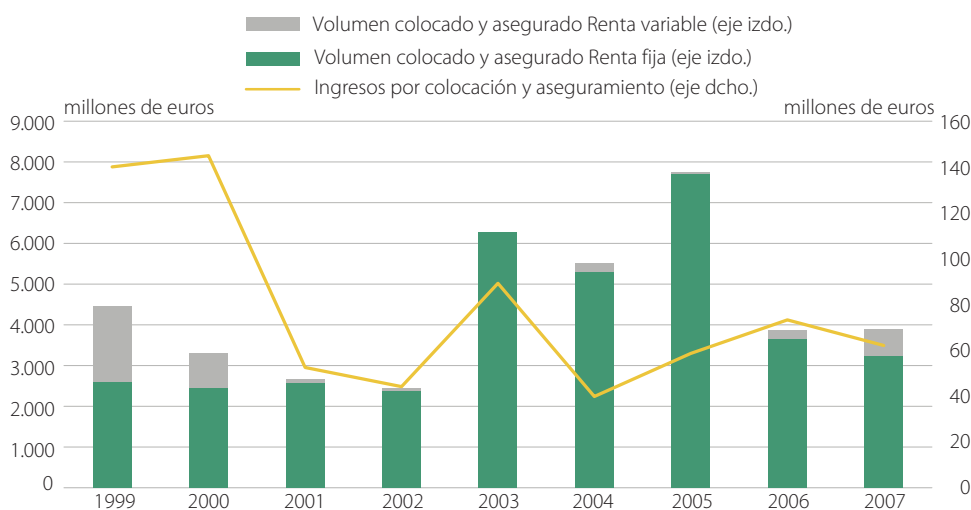
GRÁFICO 7.5



Fuente: CNMV.

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

GRÁFICO 7.6



Fuente: CNMV.

Sociedades de valores no miembros de bolsa (SV)

La evolución de las diferentes líneas de negocio de las SV no miembros de bolsa fue favorable, lo que permitió que los beneficios antes de impuestos de este tipo de entidades en 2007 ascendiera a 67,4 millones de euros, un 6,8% más que en 2006

(véase cuadro 7.6) El resultado conjunto de las SV, de mucho menor tamaño que las SVB por su propia actividad, representó el 7,6% de los resultados agregados de las sociedades y agencias de valores¹². Los beneficios se concentraron fuertemente en una entidad¹³, que acumuló más del 62% del total. Una SV finalizó el ejercicio en pérdidas (ninguna en 2006) debido al fuerte incremento de sus gastos de explotación.

El incremento de los beneficios de las SV no miembros de bolsa tuvo origen básicamente en los ingresos generados por las actividades recurrentes, tanto por cuenta ajena como por cuenta propia. Así, el margen ordinario agregado de estas entidades superó los 116 millones de euros en 2007, un 17,7% más que en 2006, mientras que los ingresos derivados de las actividades extraordinarias (“otras pérdidas y ganancias”) descendieron un 27% hasta los 9 millones de euros.

La preponderancia de la actividad por cuenta ajena frente a la actividad por cuenta propia explica que los ingresos por comisiones netas, que crecieron un 10,6% respecto a 2006, supusieran cerca del 85% del margen ordinario. Si bien fue notable el aumento de los ingresos derivados de la actividad por cuenta propia, su volumen relativo se mantuvo relativamente reducido.

Las comisiones por suscripción y reembolso de IIC y por tramitación y ejecución de órdenes concentraron el 78% de las comisiones totales de estas entidades (véase cuadro 7.6). No obstante su evolución en 2007 fue dispar. Así, de forma similar a las SVB, las comisiones relacionadas con las IIC descendieron un 2,2% mientras que las asociadas a la contratación de los mercados aumentaron notablemente (21,4%).

7.2.3 Agencias de valores

Agencias de valores y bolsa (AVB)

Las agencias de valores, junto con las sociedades gestoras de cartera son las empresas de servicios de inversión que tienen una operativa más limitada legalmente. En el cuadro 7.7 se pone en evidencia que para las AVB el grueso de sus ingresos está relacionado con la actividad por cuenta ajena, ya que las comisiones netas supusieron en 2007 el 84% del margen ordinario.

En el año 2007 el beneficio agregado de estas entidades alcanzó los 7,7 millones de euros, lo que supuso un descenso superior al 21% respecto a las cifras de 2006¹⁴. Este comportamiento no tuvo origen en la actividad típica de las AVB, pues las comisiones netas crecieron un 24,7%, sino en el fuerte aumento de las amortizaciones y otras dotaciones de una sola entidad¹⁵, que superaron los cinco millones de euros en 2007.

12. En términos de recursos propios, la representación de las SV en el total de sociedades y agencias de valores es del 8,6%.

13. Mapfre Inversión, SV.

14. De las 8 AVB registradas al finalizar el ejercicio, la mitad mostraron una mejora del resultado antes de impuestos y la otra mitad un empeoramiento.

15. Mercados y Gestión, AV.

Cuenta de pérdidas y ganancias de las agencias de valores¹

CUADRO 7.7

Importes en miles de euros

	Miembros de bolsa		No miembros de bolsa	
		% var		% var
	2007	07/06	2007	07/06
Margen financiero	2.293	-16,37	12.102	18,74
Beneficios netos en valores	-348	-110,24	928	82,32
Comisiones netas percibidas	29.345	24,72	208.058	-0,89
Comisiones percibidas	36.195	22,07	274.697	2,74
Tramitación y ejecución de órdenes	30.127	27,26	101.849	12,62
Colocación y aseg. de emisiones	23	-45,24	2.478	-21,11
Suscripción y reembolso en IIC	1.023	29,33	73.895	9,12
Gestión de carteras	2.028	79,15	25.429	-7,67
Otras	2.994	-25,41	71.046	-9,54
Comisiones satisfechas	6.850	11,85	66.639	15,98
Margen ordinario	31.290	5,47	221.088	0,21
Gastos de explotación	21.427	2,31	132.355	-1,46
Personal	11.543	-3,97	84.181	-2,43
Generales	9.884	10,76	48.174	0,27
Margen de explotación	9.863	13,07	88.733	2,82
Amortizaciones y otras dotaciones	5.519	237,97	7.247	-1,63
Otras ganancias y pérdidas	3.342	21,75	28.062	797,70
Resultado antes de impuestos	7.686	-21,85	109.548	33,49
Impuestos	1.875	-42,71	29.342	12,10
Resultados después de impuestos	5.811	-11,44	80.206	43,51

Fuente: CNMV.

1. Incluye la información de todas las entidades que estuvieron dadas de alta en los registros de la CNMV en cualquier momento del ejercicio, no sólo al finalizar el mismo.

Agencias de valores no miembros de bolsa (AV)

Las AV constituyen el grupo más numeroso entre las empresas de servicios de inversión. Suelen tener un tamaño modesto y habitualmente están especializadas en alguno de los tipos de servicios de inversión previstos por la LMV. Los beneficios agregados antes de impuestos de estas entidades superaron los 109 millones de euros (lo que supuso el 12,4% de los resultados totales de las sociedades y agencias de valores), un 33,5% más que en 2006.

La mejora del resultado no fue generalizada. De hecho, sólo un 36% de las agencias de valores no miembros de bolsa mostraron mayores beneficios (o menores pérdidas) en 2007 respecto a 2006. Sin embargo, sí descendió el número de entidades en pérdidas (de 8 a 6) y el volumen de las mismas (del 4,6% de los resultados de las AV al 2,8%). Se observa igualmente una elevada concentración de los resultados: las cinco entidades con mayores beneficios concentraron el 72% de los resultados agregados de las AV.

Como se observa en el cuadro 7.7 prácticamente todo el crecimiento de los beneficios antes de impuestos de las AV en 2007 tuvo origen en los ingresos generados por las actividades extraordinarias. En la prestación de servicios por cuenta ajena, cabe

Entidades financieras
y servicios de inversión
Prestación de servicios
de inversión

destacar el ligero descenso de las comisiones netas (-0,9% respecto a 2006) debido al fuerte incremento de las comisiones satisfechas. Las comisiones percibidas crecieron un 2,7% gracias al buen comportamiento de las más importantes, tramitación y ejecución de órdenes y suscripción y reembolso de IIC, que supusieron el 64% del total de los ingresos por comisiones.

7.3 Sociedades gestoras de cartera (SGC)

Las SGC basan su negocio en el servicio de gestión discrecional de patrimonios mobiliarios, aunque pueden desarrollar parcialmente otros servicios de inversión (por ejemplo, la comercialización de IIC), que recientemente han aumentado su importancia relativa. La gestión de carteras es una actividad que pueden desarrollar todos los tipos de empresas de servicios de inversión contempladas por la LMV (salvo las recientes empresas de asesoramiento financiero), las entidades de crédito y también las SGIIC desde la entrada en vigor del Reglamento de IIC. De este modo, se viene observando a lo largo de los últimos años una notable reducción en el número de este tipo de entidades como consecuencia de los procesos de reestructuración de las filiales de los grupos financieros y también por el aumento de la competencia efectuada por las entidades. 2007 no fue una excepción, cuatro SGC se dieron de baja¹⁶, dejando su número al finalizar 2007 en once.

En 2007, el patrimonio gestionado por las SGC aumentó más del 9%, dando lugar a un crecimiento algo más modesto de las comisiones por gestión de carteras (2,2%). El margen ordinario agregado de estas entidades quedó cerca de los 17 millones de euros en 2007 (5,4% de crecimiento) por el incremento de las comisiones netas percibidas y del margen financiero (véase cuadro 7.9). Además, la moderación de los gastos de explotación y de las dotaciones hizo que los resultados antes de impuestos alcanzaran 7,1 millones de euros, un 12,6% más que en 2006, a pesar del descenso en el número de entidades ya comentado. El ROE antes de impuestos del sector aumentó desde el 19,1% en 2006 hasta el 21,1% en 2007.

Patrimonio gestionado por las SGC		CUADRO 7.8	
Importes en miles de euros			
	31/12/2006	31/12/2007	% var 07/06
Total			
Número de carteras	4.071	4.120	1,2
Patrimonio	4.246.329	4.647.319	9,4
Distribución por tipo de carteras			
SICAV			
Número	35	38	8,6
Patrimonio	282.165	290.610	3,0
Otras carteras gestionadas			
Número	4.036	4.082	1,1
Patrimonio	3.964.164	4.356.709	9,9

Fuente: CNMV.

16. Una de ellas fue absorbida por una SGIIC, otra fue adquirida por una entidad financiera y las otras dos se transformaron en S.A.

Al cierre del ejercicio, las SGC mantenían un exceso global sobre los fondos propios requeridos por Ley del 61,2%, aunque el análisis individual revela que hay una fuerte heterogeneidad en los márgenes de solvencia.

Entidades financieras
y servicios de inversión
Prestación de servicios
de inversión

Cuenta de pérdidas y ganancias de las SGC¹

CUADRO 7.9

Importes en miles de euros

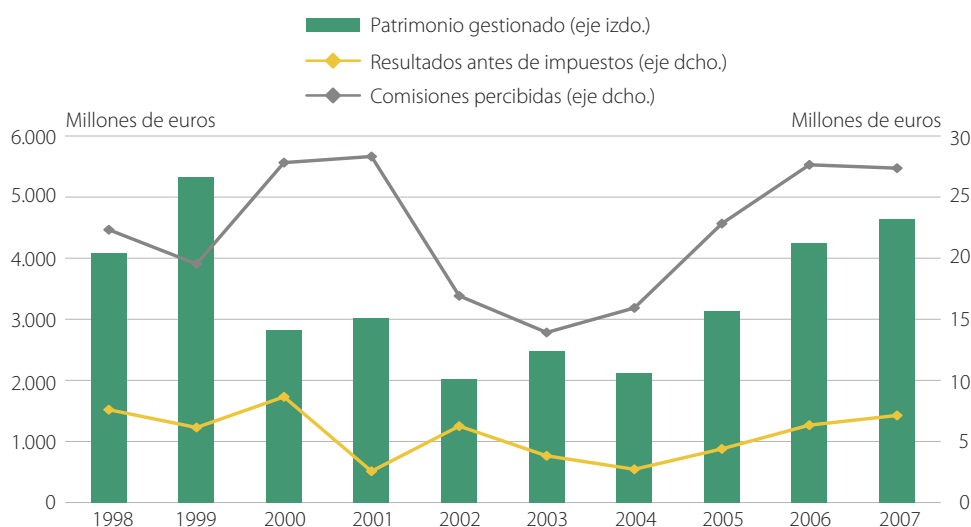
	2006	2007	% var 07/06
Margen financiero (MF)	895	1.442	61,12
Beneficios netos en valores (BV)	6	21	250,00
Comisiones netas percibidas	15.195	15.501	2,01
Comisiones percibidas, de las que	27.625	27.340	-1,03
Gestión de carteras	22.068	22.545	2,16
Suscripción y reembolso en IIC	261	1.728	562,07
Otras	5.296	3.067	-42,09
Comisiones satisfechas	12.430	11.839	-4,75
Margen ordinario	16.096	16.964	5,39
Gastos de explotación	9.744	9.736	-0,08
Gastos de personal	5.535	5.548	0,23
Gastos generales	4.209	4.188	-0,50
Margen de explotación	6.352	7.228	13,79
Amortizaciones y otras dotaciones	401	293	-26,93
Otras ganancias y pérdidas	359	171	-52,37
Resultados antes de impuestos	6.310	7.106	12,61
Impuestos	2.198	2.267	3,14
Resultados después de impuestos	4.112	4.839	17,68

Fuente: CNMV.

1. Incluye la información de todas las entidades que estuvieron dadas de alta en los registros de la CNMV en cualquier momento del ejercicio, no sólo al finalizar el mismo.

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

GRÁFICO 7.7



Fuente: CNMV.

8. Entidades de capital-riesgo

8.1. Entidades de capital-riesgo registradas en la CNMV

El año 2007 ha supuesto el segundo ejercicio de aplicación de la Ley 25/2005, de 24 de noviembre, reguladora de las entidades de capital-riesgo (LECR). Existen tres tipos de entidades de capital-riesgo: los fondos, las sociedades y las sociedades gestoras. Las sociedades gestoras de capital-riesgo (SGEGR) son sociedades anónimas cuyo objeto principal es la administración y gestión de activos de fondos de capital riesgo (FRC) y de sociedades de capital-riesgo (SCR). Aparte de las SGEGR, los fondos y las sociedades pueden ser gestionados por sociedades gestoras de inversión colectiva y por empresas de servicios de inversión. Los FRC son patrimonios separados sin personalidad jurídica pertenecientes a una pluralidad de inversores, cuya gestión y representación pertenece a una sociedad gestora. Por su parte, las SCR son sociedades anónimas cuyo objeto social es invertir en empresas de capital riesgo. Las SCR pueden ser autogestionadas o gestionadas a través de una sociedad gestora. Habitualmente las SCR están constituidas por un número reducido de accionistas.

Durante el ejercicio 2007 ha continuado aumentando el número de entidades registradas en la CNMV, de forma que a finales de 2007 había 276 ECR inscritas en los registros de la CNMV, 55 más que al cierre de 2006. Durante 2007 se dieron de alta 16 fondos y 33 sociedades¹ de capital-riesgo, con lo que al finalizar el ejercicio estaban inscritos en el registro 76 fondos y 134 sociedades (véase cuadro 8.1). También las sociedades gestoras siguen en aumento al haberse incorporado 12 nuevas entidades al registro, cerrándose el ejercicio con 66 SGEGR inscritas². De este modo, el incremento absoluto desde la entrada en vigor de la LECR es de un 66%, correspondiendo a 2007 el 25 % de dicho incremento.

En 2007 resulta reseñable el aumento de los fondos de fondos de capital riesgo, ya que se han registrado hasta finales de 2007 once 11 entidades de capital-riesgo con esta fórmula de inversión.

Respecto de las entidades registradas en el ejercicio 2007, hay que resaltar el gran interés que ha supuesto la posibilidad que concede la nueva normativa de constituir entidades de régimen simplificado. En el ejercicio 2007, casi el 90 % de las entidades de capital-riesgo promovidas se han constituido al amparo de este régimen. La principal ventaja de las ECR acogidas al régimen simplificado es la posibilidad de emitir acciones o participaciones especiales para sus promotores. En este sentido se aprecia que en la mayoría de estas entidades la comisión de éxito o *carried interest*

1. Además, a 31 de diciembre de 2007, había 17 ECR pendientes de inscripción en el registro de la CNMV y diez en proceso de autorización.

2. Además, a 31 de diciembre de 2007, había tres SGEGR pendientes de inscribir y cuatro en proceso de autorización.

está instrumentada a través de estas participaciones especiales. No obstante, esta ventaja suele conllevar la obligación del promotor de suscribir un porcentaje del patrimonio de la entidad que ronda el 1%, con la finalidad de alinear los objetivos de la entidad con los del gestor.

Respecto a la política de inversiones, hay que reseñar un resurgimiento de las ECR que invierten en el sector tecnológico y, en particular, en el sector de las energías renovables. Asimismo, también se puede observar que el sector está evolucionando hacia operaciones de mayor tamaño invirtiéndose, principalmente, en entidades en fase de expansión o ya consolidadas, siendo aún reducida la financiación de nuevas iniciativas empresariales. En cuanto al ámbito geográfico, las inversiones siguen centrándose principalmente en la Península Ibérica, si bien, excepcionalmente, también existen inversiones en Europa.

Altas y bajas en el registro de ECR en 2007

CUADRO 8.1

	Situación a 31/12/2006	Altas	Bajas	Situación a 31/12/2007
Entidades	221	61	6	276
Fondos de capital-riesgo	64	16	4	76
Sociedades de capital-riesgo	102	33	1	134
Sociedades gestoras de ECR	55	12	1	66

Fuente: CNMV.

El registro de las ECR en la CNMV es voluntario por lo que los datos de los que dispone la CNMV no recogen la actividad total del sector.

No obstante, la base de datos de ASCRI³, que incorpora la mayoría de las empresas de capital de riesgo internacionales que operan en España, indica que el volumen de inversión realizado por las entidades de capital riesgo en 2007 alcanzó 4.298 millones de euros, lo que supone un incremento del 52,7% con respecto a la cifra alcanzada en 2006. La inversión del año 2007 supone un nuevo record histórico de la inversión en capital-riesgo en España.

Así, según ASCRI, el número de operaciones llevadas a cabo en 2007 alcanzó un nuevo máximo, con un total de 776, lo que representa un aumento del 9% con relación al año anterior. Las operaciones de tamaño medio (entre los 10 y 100 millones de euros) han ganado relevancia en detrimento de las grandes operaciones apalancadas.

El año 2007 ha supuesto también un nuevo record en el volumen de fondos obtenidos alcanzando 4.764 millones de euros, lo que supone un incremento del 31,7% con respecto a 2006.

Por último, también en el capítulo de las desinversiones se ha registrado un nuevo máximo histórico situándose en 1.547,5 millones de euros, lo que representa un aumento del 15% con relación al año anterior.

IV La regulación y supervisión de los mercados de valores

9. Información financiera y de gobierno corporativo de los emisores

9.1 Información financiera

La información que los emisores de valores deben proporcionar se agrupa en tres bloques: (i) información financiera periódica, (ii) hechos relevantes sin una regularidad determinada e, (iii) informaciones relativas a participaciones significativas de los accionistas y administradores y a contratos financieros que den derecho a adquirir acciones y autocartera por parte de los administradores.

9.1.1 Información de auditorías y cuentas anuales: actuaciones y estadísticas¹

Todas las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en algún mercado secundario oficial que no estén sujetas al derecho público tienen la obligación de remitir a la CNMV el informe de auditoría, junto con las cuentas anuales y el informe de gestión².

En el año 2007 se recibieron en la CNMV un total de 845 informes de auditoría sobre cuentas anuales, individuales y consolidadas y 30 informes especiales³ de auditoría. El incremento del 9,3% del número de informes de auditoría respecto al ejercicio anterior se explica por el aumento de los fondos de titulización. El número de entidades que solicitaron la admisión a negociación de sus acciones en las bolsas de valores es similar al de las compañías excluidas.

Tal como refleja el gráfico 9.1, el porcentaje de informes de auditoría de cuentas anuales con opinión favorable, correspondiente al ejercicio 2006 es el más elevado desde la creación del Registro Oficial de Auditorías de la CNMV en 1989 (95,5%).

Las excepciones por falta de uniformidad en general no reflejan incumplimiento normativo alguno y surgen en la mayoría de los casos por cambios en las políticas contables cuyos efectos, de conformidad con las normas internacionales de contabilidad, deben registrarse retroactivamente, modificando la información comparativa del ejercicio anterior.

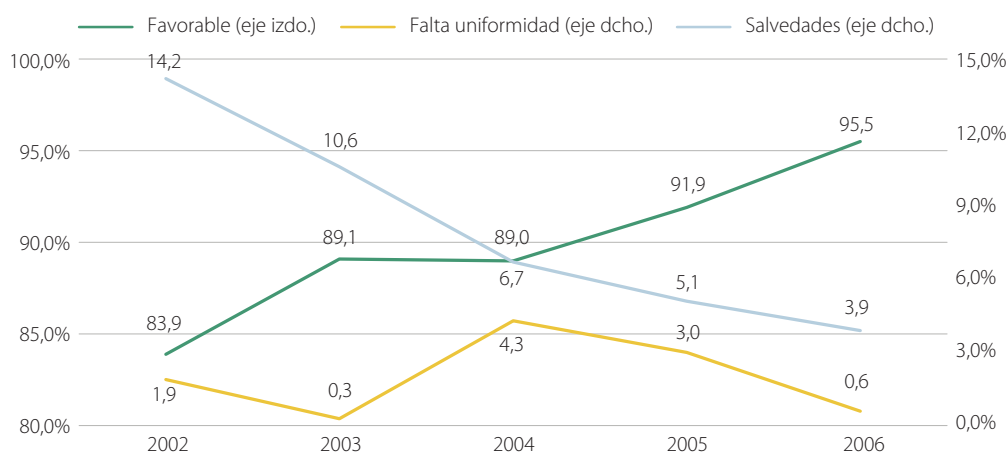
1. Esta información se encuentra disponible en la página web de la CNMV (www.cnmv.es), en el apartado "Registro Oficial de las Cuentas Anuales Auditadas", bajo el epígrafe "Entidades emisoras", "Informes de Auditorías y Cuentas Anuales".

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

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

Opiniones de los informes de auditoría de las cuentas anuales (% sobre total)

GRÁFICO 9.1

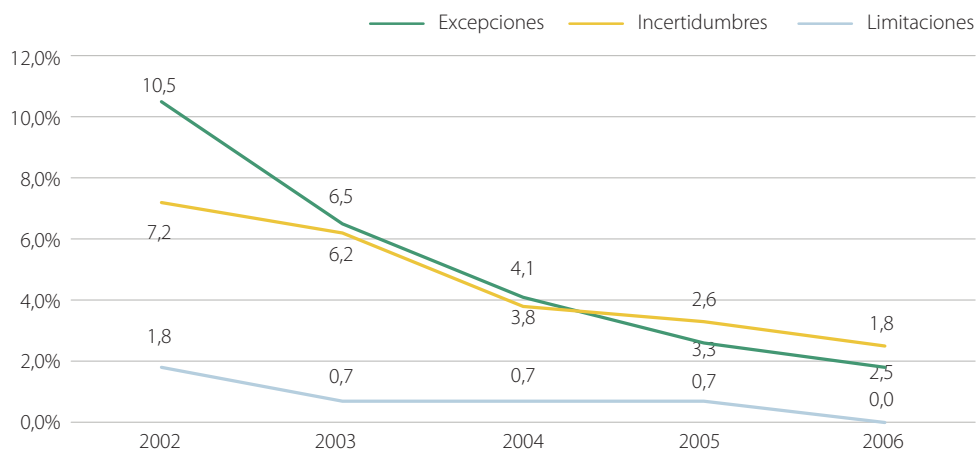


Fuente: CNMV.

El gráfico 9.2 muestra la evolución de las salvedades incluidas en los informes de auditoría durante el periodo 2002–2006, agrupadas por su tipología.

Tipología de salvedades

GRÁFICO 9.2



Fuente: CNMV.

Las limitaciones al alcance constituyen el tipo de salvedad más preocupante, porque el auditor refleja que, en su opinión, no ha podido aplicar los procedimientos requeridos por las Normas Técnicas de Auditoría, al no haber recibido de la entidad información suficiente para poder formarse una opinión fundada al respecto. La CNMV exige, mediante requerimiento escrito, que se subsanen de forma inmediata.

Inicialmente se registraron en la CNMV seis informes de auditoría del ejercicio 2006 con limitaciones al alcance. Sin embargo, como respuesta a los requerimientos remitidos por la CNMV, y una vez aplicados los procedimientos requeridos por las Normas Técnicas de Auditoría, se recibieron comunicaciones expresas de los auditores eliminando dichas limitaciones.

La CNMV comprueba y publica todas las opiniones contenidas en los informes de auditoría.

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

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

	Ejercicio 2004		Ejercicio 2005		Ejercicio 2006	
	Núm.	%	Núm.	%	Núm.	%
1. Auditorías recibidas en la CNMV	715	100,0	766	100,0	845	100,0
Cuentas individuales	506	70,8	553	72,2	621	73,5
Cuentas consolidadas	209	29,2	213	27,8	224	26,5
Informes especiales OM 30/09/92	34		35		30	
2. Opinión de auditoría						
Opinión favorable	636	89,0	704	91,9	807	95,5
Opinión con excepción de uniformidad	31	4,3	23	3,0	5	0,6
Opinión con otras salvedades	48	6,7	39	5,1	33	3,9
3. Tipos de salvedades						
Auditorías con excepciones	29	4,1	20	2,6	15	1,8
Auditorías con incertidumbres y otras	27	3,8	25	3,3	21	2,5
Auditorías con limitaciones	5	0,7	5	0,7	0	0
4. Efectos de las excepciones						
4.1 Efectos sobre resultados de las excepciones						
Auditorías con efectos positivos	12	1,7	2	0,3	0	0
Auditorías con efectos negativos	13	1,8	16	2,1	14	1,7
4.2 Efectos sobre patrimonio de las excepciones						
Auditorías con efectos positivos	3	0,4	5	0,7	8	0,9
Auditorías con efectos negativos	3	0,4	5	0,7	2	0,2
5. Naturaleza de las incertidumbres y otras						
Continuidad del negocio	7	1,0	6	0,8	4	0,5
Contingencias fiscales	4	0,6	4	0,5	3	0,4
Recuperación de activos	10	1,4	13	1,7	11	1,3
Contenciosos y litigios	11	1,5	9	1,2	8	0,9
Otras incertidumbres	11	1,5	5	0,7	2	0,2
Denegación de opinión u opinión adversa	0	0,0	1	0,1	1	0,1

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

En el caso de la revisión de las cuentas anuales e informes de gestión de las entidades cotizadas, la CNMV sigue el Estándar nº 1 del *Committee of European Securities Regulators* (CESR) que recomienda iniciar el proceso aplicando un modelo mixto de selección basado en el riesgo y en la rotación aleatoria de las entidades a revisar. Así, se revisa en detalle, mediante un control sustantivo, la información financiera de las entidades emisoras que han sido identificadas como de mayor riesgo y la de las entidades que se han seleccionado aplicando un sistema de rotación aleatoria. De esta forma, se garantiza la revisión de la información financiera de todas las entidades emisoras en un periodo de tiempo razonable.

Las actuaciones realizadas por la CNMV en relación con las cuentas anuales auditadas incluyen la revisión de los criterios contables y métodos de valoración utiliza-

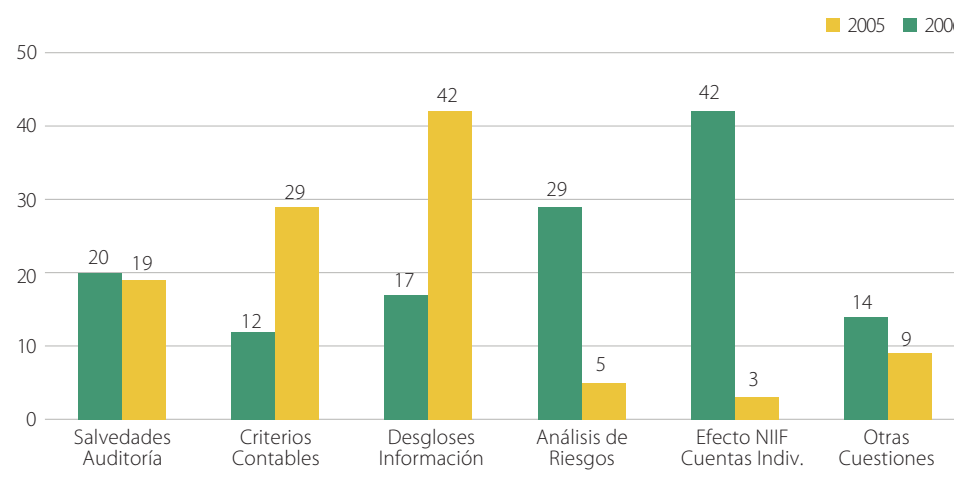
dos, así como la comprobación de que contienen la información suficiente para su interpretación y comprensión, y que se ponen a disposición del público en los plazos previstos en la legislación vigente. Como resultado de este análisis, un total de 139 entidades (174 en el ejercicio anterior) fueron requeridas en el año 2007.

El número de requerimientos se redujo en relación con los realizados en 2006 porque en ese año se enviaron 36 escritos relativos a la descripción en el informe de gestión de los riesgos e incertidumbres⁴ y a la obligación de informar en la memoria de las cuentas individuales⁵ sobre las principales variaciones que se originarían en los fondos propios y en los resultados si se hubieran aplicado las NIIF adoptadas por la Comisión Europea⁶.

No obstante, tal y como muestra el gráfico 9.3, ha aumentado el número de cuestiones planteadas en los requerimientos referentes a las cuentas del ejercicio 2006, en particular por lo que refiere a los criterios contables aplicados y los desgloses informativos incluidos en la memoria.

Motivos de los requerimientos

GRÁFICO 9.3



Fuente: CNMV.

Para facilitar la difusión de la información financiera, la CNMV pone a disposición del público, a través de la página *web*, el texto completo de las cuentas anuales, informe de gestión e informe de auditoría de las sociedades emisoras, tanto individual como consolidado, un resumen de las salvedades de la auditoría, la respuesta a los requerimientos remitidos y los informes especiales de auditoría. También se publica, de conformidad con las recomendaciones de CESR, un informe anual sobre el contenido de los informes de auditorías recibidos en la CNMV y sobre las principales cuestiones detectadas en el proceso de revisión de los estados financieros anuales y de periodos intermedios.

Algunas de las actuaciones realizadas por la CNMV se iniciaron como consecuencia de las reclamaciones y denuncias presentadas por terceros. Durante el ejercicio 2007

4. Artículo 202 de la Ley de Sociedades Anónimas.

5. En el caso de que las entidades cotizadas no estén obligadas a formular estados financieros consolidados.

6. Artículo 200 de la Ley de Sociedades Anónimas.

se ha requerido a siete entidades emisoras para que ampliaran la información contenida en sus cuentas anuales auditadas o aclararan determinadas cuestiones planteadas en las reclamaciones y denuncias recibidas.

Los principales asuntos relacionados con las reclamaciones y denuncias afectaban a las siguientes materias: perímetro de consolidación de las sociedades emisoras, procesos judiciales en curso, provisiones por la posible existencia de obligaciones presentes y desgloses de pasivos contingentes y planes de opciones otorgados a directivos y consejeros.

Adicionalmente, se han mantenido reuniones de trabajo con entidades cotizadas (47) y con las mayores firmas de auditoría, clasificadas en función del número de informes recibidos en la CNMV, que representan en términos agregados el 92,8% del número total de informes de auditoría recibidos.

Como resultado de la revisión de las cuentas anuales auditadas, de los requerimientos remitidos y de las reuniones con las entidades emisoras y sus auditores, se han detectado algunos aspectos a tener en cuenta para mejorar el contenido de la información financiera, entre los que cabe señalar los siguientes.

Para evitar interpretaciones erróneas, la memoria debe describir los criterios contables y normas de valoración que han sido efectivamente aplicados en las cuentas anuales, eliminado toda referencia a partidas, operaciones o hechos económicos que no han tenido reflejo contable o no han ocurrido en los ejercicios a los que se refieren los estados financieros.

En relación con el valor razonable de las inversiones inmobiliarias, las entidades deben revelar información suficiente que ayude a los inversores a tomar decisiones fundadas. Entre otros desgloses, se debe informar de:

Los métodos e hipótesis significativos aplicados en la determinación del valor razonable de las inversiones inmobiliarias.

Una declaración indicando si el valor razonable se ha determinado a partir de datos de mercado o se tuvieron en cuenta otros factores de peso (que deben ser revelados) debido a la naturaleza de las propiedades y la falta de datos comparables de mercado.

Esta información también debe ser revelada cuando la entidad base su valoración en el informe proporcionado por un tasador externo que sea independiente.

Los criterios de reconocimiento de ingresos establecidos en las normas contables deben aplicarse con el máximo rigor, en particular en los contratos sujetos a hitos o condiciones resolutorias o suspensivas. Estos casos se producen con mayor frecuencia en el sector inmobiliario y en la industria farmacéutica.

La utilización de instrumentos financieros expone a las entidades a diferentes tipos de riesgos (mercado, crédito y liquidez). La NIIF 7 es de obligado cumplimiento en la preparación de las cuentas anuales del ejercicio 2007 y exige informar, entre otras cuestiones, de las pérdidas por deterioro de valor de los activos financieros, la exposición a los distintos tipos de riesgo y las concentraciones, la naturaleza y valor razonable de los instrumentos financieros, así como de la metodología y principales asunciones utilizadas para determinar dicho valor razonable, entre otros extremos.

Las entidades deben revelar toda aquella información que permita a los usuarios de los estados financieros evaluar los objetivos, políticas y procesos aplicados para gestionar el capital.

Respecto a los pasivos por provisiones, la memoria debe incluir una breve descripción de la naturaleza de la obligación y del calendario esperado de salida de beneficios económicos, señalando las incertidumbres relativas al importe y calendario. Una información similar debe ser aportada para los pasivos contingentes, salvo que la probabilidad de salida de recursos sea remota.

Cuando se hayan producido combinaciones de negocios, las entidades deben aportar, entre otras, las siguientes informaciones: coste de la combinación y una descripción de sus componentes; importe reconocido de los activos, pasivos y pasivos contingentes adquiridos; descripción de los factores que justifican el reconocimiento del fondo de comercio e ingresos y resultados del periodo de la entidad resultante de la combinación, como si se hubiera realizado al inicio del ejercicio.

La normativa exige desgloses cuantitativos y cualitativos acerca del cálculo del posible deterioro de los activos, incluyendo los fondos de comercio adquiridos. Esta información es relevante en particular cuando se refiere a los siguiente aspectos:

La entidad que haya otorgado en el ejercicio planes de opciones a sus empleados debe informar, entre otras cuestiones, del método de valoración de las opciones y variables utilizadas; volatilidad esperada y cómo se ha calculado; dividendos esperados y tasa de interés libre de riesgo.

Además, si existen *equity swap* u otros contratos de derivados relacionados con un plan de opciones, se deben describir las principales características del instrumento, incluyendo cómo se liquida y cuáles son los flujos de intercambio.

La memoria debería incluir una nota explicativa de las principales magnitudes recogidas en el estado de flujos de efectivo y, al menos, una conciliación de los saldos de efectivo y equivalentes con las correspondientes partidas del balance.

La nota explicativa del impuesto sobre beneficios debe incluir, entre otras informaciones: el movimiento de los activos y pasivos por impuestos diferidos; los impuestos, corrientes o diferidos, relativos a partidas cargadas o acreditadas directamente en patrimonio neto; la cuantía y fecha de validez de las diferencias temporarias deducibles, pérdidas o créditos fiscales.

Las entidades deben informar sobre todas las transacciones y saldos pendientes con partes vinculadas, desagregando las partidas cuando sea necesario para comprender los efectos de las operaciones vinculadas en las cuentas anuales.

La memoria debe incluir información sobre los supuestos claves para estimar las incertidumbres, realizando las cuantificaciones oportunas, la resolución esperada de una incertidumbre y el rango de consecuencias razonablemente posibles en el próximo año.

9.1.2. Información periódica semestral y trimestral: actuaciones y estadísticas

De acuerdo con la Orden Ministerial de 18 de enero de 1991 sobre información pública periódica, las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en Bol-

sas de Valores deben remitir información financiera con carácter trimestral y semestral. Estos requisitos de información fueron modificados por la Directiva de Transparencia y sus normas de aplicación, traspuestos al ordenamiento jurídico español en 2007, como se detalla en el apartado siguiente.

Con anterioridad a la recepción y análisis de las cuentas anuales se realiza un seguimiento continuo de las informaciones financieras intermedias para detectar aquellas cuestiones que pueden suscitar dudas en la aplicación de las normas contables. No obstante, la información pública periódica tiene menos alcance que la de las cuentas anuales, porque los modelos de estados financieros intermedios contienen información condensada.

Como consecuencia de las revisiones realizadas, la CNMV solicitó información adicional en un 20% de las informaciones públicas periódicas recibidas durante el ejercicio 2007 y un total de 26 entidades fueron requeridas por diversos motivos.

9.1.3. Novedades regulatorias derivadas de la Directiva de Transparencia

La Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado (en adelante, Directiva de Transparencia) y sus disposiciones de aplicación, se transpusieron al Derecho español mediante la Ley 6/2007, de 12 de abril⁷, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores.

En su desarrollo se publicó, con fecha 20 de octubre de 2007, el Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, sobre información regulada, en el que se concretan, entre otros aspectos, los contenidos, periodos y plazos de envío de los informes financieros semestrales y de las declaraciones de gestión intermedias, los principios contables exigidos para su elaboración y la habilitación a la CNMV para establecer los modelos de información periódica regulada de carácter trimestral y semestral.

En virtud de la habilitación recogida en el Real Decreto 1362/2007, el Consejo de la CNMV, en su reunión de 30 de enero de 2008, estableció los modelos de información periódica semestral y trimestral mediante la Circular 1/2008, sobre información periódica de los emisores con valores admitidos a negociación en mercados regulados relativa a los informes financieros semestrales, las declaraciones de gestión intermedias y, en su caso, los informes financieros trimestrales.

Entre las principales novedades introducidas por la nueva regulación destacan:

- Los informes financieros anuales y semestrales deben incluir una declaración de responsabilidad sobre su contenido que debe ir firmada por los administradores.
- Se reduce el plazo máximo para que los emisores hagan público su informe financiero anual, estableciéndolo en cuatro meses desde la fecha de cierre del ejercicio.
- Los emisores de acciones y valores de deuda cotizados, tanto en bolsas como en AIAF, deben hacer público un primer informe financiero semestral que com-

7. Publicada el 13 de abril de 2007.

prenderá, entre otras informaciones, las cuentas anuales resumidas, elaboradas a nivel consolidado conforme a las normas internacionales de contabilidad adoptadas por la Comisión Europea (NIC 34: Información Financiera Intermedia) y un informe de gestión intermedio.

- Adicionalmente, los emisores de acciones deben hacer público un segundo informe financiero semestral y las declaraciones intermedias de gestión que sustituyen a la actual información trimestral. La publicación de un segundo informe semestral no será obligatoria cuando el emisor haga público el informe financiero anual en los dos meses siguientes a la finalización del ejercicio al que se refiere.
- Los emisores de acciones que hagan público el informe financiero anual en los dos meses posteriores al cierre del ejercicio y los emisores de deuda deberán remitir a la CNMV, a efectos estadísticos, la siguiente información financiera relativa al segundo semestre: (i) los estados financieros principales; (ii) los dividendos pagados, (iii) la plantilla media; y (iv) el importe neto de la cifra de negocio por área geográfica.

Recomendaciones de la CNMV a los agentes que intervienen en la valoración de activos inmobiliarios de sociedades cotizadas

Para analizar la problemática de la valoración de activos inmobiliarios en nuestro país, durante el año 2007 la CNMV mantuvo una serie de reuniones con los principales agentes involucrados en la elaboración, revisión y utilización de dichas valoraciones.

Con esta iniciativa, la CNMV pretendía alcanzar un mayor conocimiento acerca de la actividad desarrollada por los profesionales de valoración de inmuebles y el impacto de dicha actividad sobre la información financiera y no financiera publicada por las compañías inmobiliarias cotizadas, con objeto de proponer, en su caso, una serie de medidas para mejorar los procedimientos aplicados.

Una vez concluido el ciclo de reuniones, la CNMV ha remitido a las entidades involucradas en la valoración de activos inmobiliarios un conjunto de recomendaciones que, en el caso de las sociedades de valoración, se refieren a la implantación de procedimientos internos que permitan asegurar su independencia y la detección de posibles conflictos de interés, fijación de tarifas y retribuciones sin tener en cuenta el valor del inmueble y aplicación de las normas internacionales de valoración (IVS¹) y de contabilidad (NIIF) cuando la finalidad del informe sea su uso externo, estableciendo procedimientos de revisión y control interno que aseguren su adecuada implementación en la práctica.

Igualmente, se han remitido a las principales compañías inmobiliarias cotizadas un conjunto de recomendaciones que se refieren, entre otras, a las siguientes cuestiones: desarrollar procedimientos internos de selección y contratación de las sociedades de valoración que aseguren su independencia; evitar una excesiva concentración de los servicios de valoración recibidos por parte de una misma compañía; cumplir los desgloses de información exigidos por las NIIF; y promover una mayor implicación del Comité de Auditoría en el proceso de contratación de la sociedad de valoración y en el desempeño de su trabajo.

1. *International Valuation Standards*, aprobadas por un Comité Internacional con sede en Londres (el IVSC).

9.2 Información sobre la estructura accionarial: actuaciones y estadísticas

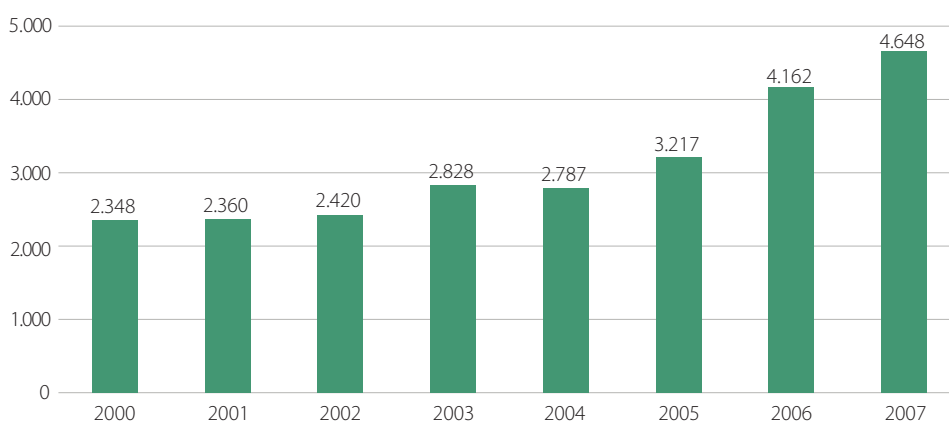
9.2.1 Comunicaciones incorporadas a los registros oficiales de la CNMV en el año 2007

Durante el año 2007 se incorporaron a los registros oficiales de la CNMV un total de 4.648 comunicaciones de participaciones significativas de operaciones realizadas por consejeros, directivos y accionistas significativos, derechos de opción y operaciones de autocartera. El 84,7% de estas comunicaciones fueron realizadas por consejeros y accionistas significativos.

Las comunicaciones aumentaron un 11,7% en 2007 respecto a 2006. Destaca el aumento en el número de comunicaciones remitidas por directivos, en aplicación del RD 1333/2005 sobre abuso de mercado (275 frente a 125 en 2006). El gráfico 9.4 muestra la evolución de las comunicaciones registradas desde el año 2000.

Comunicaciones registradas

GRÁFICO 9.4



Fuente: CNMV.

Participaciones significativas

Hasta el ejercicio 2007 los accionistas significativos tenían la obligación de remitir una comunicación cuando su participación accionarial en una sociedad cotizada alcanzara o descendiera del umbral del 5% del capital y sus sucesivos múltiplos. Con la entrada en vigor del RD 1362/2007 de 20 de diciembre, este porcentaje disminuye al 3% de los derechos de voto. Este límite se reduce al 1% cuando los sujetos obligados estén domiciliados en un paraíso fiscal. A diferencia de los consejeros, los accionistas significativos sólo deben informar de la operación que les haga alcanzar, cruzar o descender los umbrales anteriormente mencionados (ver recuadro).

En 2007 los accionistas significativos remitieron 1.193 comunicaciones (en 147 sociedades), frente a las 1.077 (en 131 sociedades) recibidas en 2006. El 20,1% de las comunicaciones se concentran en ocho sociedades. Descontando estas compañías, el promedio de comunicaciones por entidad se sitúa en 7,1. En el Anexo IV.1 se incluyen los accionistas significativos de las sociedades del Ibex 35 que existían al cierre del ejercicio 2007, agrupados por tramos de participación en el capital social.

Comunicaciones de consejeros: acciones y derechos de opción

Los consejeros están obligados a comunicar todas las operaciones que realicen con acciones de las sociedades en las que ocupen dicho cargo. En el ejercicio 2007, 882 consejeros (51,5% del total) han remitido 2.690 comunicaciones, lo que representa un incremento del 9,7% sobre el año anterior.

Los consejeros de las sociedades cotizadas también están obligados en 2007, de conformidad con el Real Decreto 1370/2000, de 19 de julio, a notificar las adquisiciones o transmisiones de derechos de opción. A estos efectos se asimilan a derechos de opción sobre acciones los *warrants*, las obligaciones convertibles o canjeables y cualesquiera otros valores que atribuyan a sus titulares el derecho a suscribir o adquirir acciones. Con la entrada en vigor del Real Decreto 1362/2007, el 20 de diciembre, los consejeros deben notificar cualquier instrumento financiero que les dé derecho a adquirir o transmitir acciones que tengan derechos de voto atribuidos.

Derechos de opción vigentes a 31/12/2007

CUADRO 9.2

Entidades	Índice/Mercado	Número Consejeros 2007	Número Consejeros 2006
Abertis	Ibex 35	1	-
ACS	Ibex 35	4	4
AISA	Mdo. Continuo	1	-
Altadis	Ibex 35	2	2
BBVA	Ibex 35	3	3
Banesto	Ibex 35	6	-
Bankinter	Ibex 35	8	10
Banco Santander	Ibex 35	6	5
Campofrío	Mdo. Continuo	-	4
Cintra	Ibex 35	2	2
Dogi	Mdo. Continuo	1	1
Fluidra	Mdo. Continuo	7	-
GAM	Mdo. Continuo	1	-
Gestevisión Tele5	Ibex 35	3	3
Grupo empresarial Ence	Mdo. Continuo	1	1
Ferrovial	Ibex 35	3	3
Prisa	Mdo. Continuo	6	7
Iberia	Ibex 35	-	1
Indra	Ibex 35	3	3
Inditex	Ibex 35	2	2
Jazztel	Mdo. Continuo	7	9
Martinsa Fadesa	Mdo. Continuo	1	-
Natra	Mdo. Continuo	4	4
Natraceutical	Mdo. Continuo	4	4
NH hoteles	Mdo. Continuo	1	1
Service Point	Mdo. Continuo	2	2
Sogecable	Ibex 35	1	1
Sos Cuétara	Mdo. Continuo	2	-
Telefónica	Ibex 35	6	-
TOTAL (27 entidades en 2007)		88	72

Fuente: CNMV.

Durante 2007 se han recibido un total de 181 comunicaciones correspondientes a 69 consejeros, relativas a la adquisición o transmisión de derechos de opción sobre acciones de 28 sociedades cotizadas, lo que representa un incremento el 11,7% con respecto al ejercicio anterior.

En el cuadro 9.2 se incluyen aquellas sociedades cuyos consejeros mantenían vigentes al cierre del ejercicio 2007 derechos de opción u otros activos asimilados, correspondiendo en su mayoría a sistemas retributivos establecidos por la propia sociedad.

Comunicaciones de autocartera

En el año 2007 se incorporaron un total de 215 comunicaciones de autocartera de 55 sociedades cotizadas, lo que supone un incremento del 4,7% respecto a 2006. En el cuadro 9.3 se recoge la distribución agregada de las comunicaciones de autocartera, clasificando las sociedades por grupos de capitalización bursátil.

	Total		Número de Emisores		
	Emisores	Comunicaciones	Entre 1 y 5	Entre 5 y 15	Más de 15
Ibex 35	21	109	13	7	1
Más de 1.000 millones €	10	32	9	1	-
Menos de 1.000 millones €	24	74	21	2	1
Total	55	215	43	10	2

CUADRO 9.3

Fuente: CNMV.

Operaciones relacionadas con contratos de permuta financiera

Durante el 2007 algunos emisores y accionistas significativos han formalizado contratos de permuta financiera (CPF) con entidades de crédito. Estas operaciones se analizan de forma individualizada para determinar si la entidad que actúa de contraparte está operando como persona interpuesta, a fin de establecer, en su caso, los sujetos obligados a remitir la correspondiente notificación.

En general, se analizan los aspectos relativos a la forma de liquidación de los contratos, si existe o no entrega física de acciones, el ejercicio de los derechos de voto y quién asume los riesgos financieros de la operación. Los CPF analizados tienen como subyacente acciones de siete sociedades cotizadas y la mayoría de estos contratos corresponden a operaciones de cobertura de sistemas retributivos.

Pactos parasociales

Según establece el artículo 112 de la LMV, los pactos parasociales son aquellos acuerdos que regulan o condicionan el ejercicio del derecho de voto en las juntas generales o que restringen la libre transmisibilidad de las acciones y obligaciones convertibles o canjeables de las sociedades anónimas cotizadas.

La LMV exige dar publicidad a los pactos parasociales y otros pactos que afecten a las sociedades o a las entidades que ejercen el control sobre una sociedad cotizada. La celebración, prórroga o modificación de los pactos parasociales deben notificarse

a la sociedad afectada y a la CNMV y publicarse como hecho relevante. El documento en el que conste dicho pacto también debe depositarse en el Registro Mercantil.

Durante el 2007 se han comunicado un total de 16 pactos parasociales en 14 sociedades cotizadas, que se pueden agrupar en tres grandes categorías según la naturaleza de los acuerdos:

- Acciones concertadas (13).
- Acuerdos para transmitir una participación significativa (2).
- Acuerdo por el que se concede un derecho de tanteo sobre una participación significativa (1).

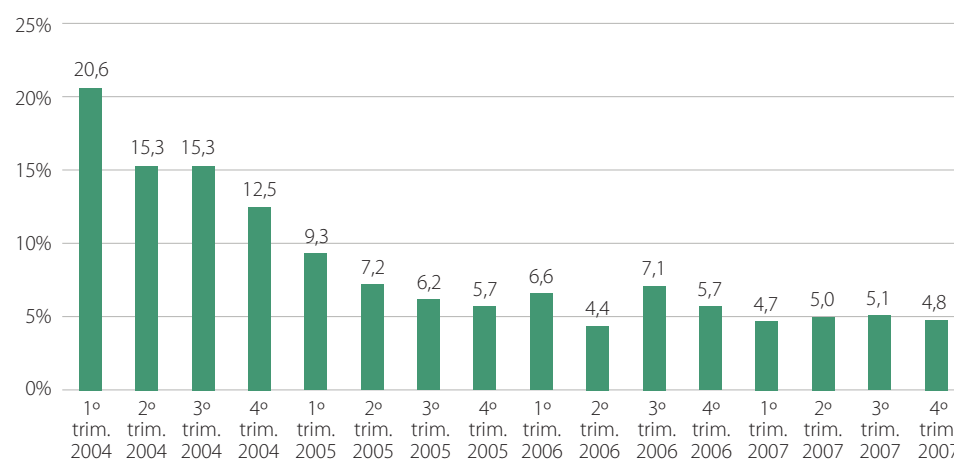
También se han recibido seis hechos relevantes notificando cancelaciones de pactos parasociales y tres comunicaciones en las que se informaban de cambios en las personas que intervienen un pacto.

9.2.2 Retrasos en las comunicaciones recibidas y actuaciones realizadas

Las remisiones fuera de plazo de comunicaciones sobre acciones de consejeros y accionistas significativos ascendieron a 190, lo que representa un 4,9% del total de comunicaciones registradas, porcentaje algo inferior al 6,1% del año anterior. En el gráfico 9.5 se muestra la evolución trimestral de los retrasos en las comunicaciones registradas en la CNMV desde el año 2000.

Comparativa trimestral de retrasos sobre las comunicaciones incorporadas

GRÁFICO 9.5



Fuente: CNMV.

En el gráfico se puede observar una reducción drástica en el porcentaje de notificaciones con demora, lo que contrasta con el significativo incremento en el total de notificaciones recibidas en los últimos tres años.

El 70% de los retrasos corresponden a comunicaciones de consejeros, de las cuales el 28,6% surgen en la primera comunicación de nuevos administradores. En un total de 70 sociedades (21 del Ibex 35) se recibieron comunicaciones fuera de plazo.

Los motivos alegados por los sujetos obligados que remitieron las comunicaciones fuera de los plazos legalmente establecidos se pueden agrupar en cinco categorías:

- El 75% de las justificaciones se refieren a errores en la interpretación de la legislación, debilidades en los sistemas administrativos o de control interno.
- Un 12% de los retrasos se explican como consecuencia de operaciones societarias que se derivan de fusiones, ofertas públicas y similares.
- Un 6% se debe a la ausencia temporal del sujeto obligado que tiene que firmar la comunicación.
- El 5% corresponden a incidencias en el envío de la comunicación por correo ordinario.
- Un 2% se justifica por la consideración, por parte del sujeto obligado, del sábado como día inhábil, cuando a efectos administrativos tiene la consideración de hábil.

9.2.3 Novedades regulatorias derivadas de la Directiva de Transparencia

El 20 de diciembre de 2007 entró en vigor el Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, que traspone al Derecho español la Directiva de Transparencia. Entre otras novedades, establece diferentes umbrales de notificación de derechos de voto, así como plazos inferiores para su remisión y difusión pública. Todo lo anterior planteó la necesidad de revisar los modelos de notificación y los mecanismos para tramitarlos y ponerlos a disposición del público por vía telemática. En consecuencia, en diciembre de 2007, la CNMV publicó la Circular 2/2007, en la que se definen los diferentes modelos de notificación para cada sujeto obligado y las correspondientes especificaciones técnicas, según la naturaleza de la información a notificar: derechos de voto, instrumentos financieros, operaciones sobre acciones, autocartera, acciones conjuntas y sistemas retributivos de los emisores.

Circular 2/2007, de 19 de diciembre, de la CNMV sobre comunicaciones de participaciones significativas y autocartera

La Circular 2/2007, de 19 de diciembre, de la CNMV, desarrolla el Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, en lo relativo a comunicaciones de participaciones significativas y autocartera, así como del artículo 9 del Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, sobre abuso de mercado. Mediante esta Circular se aprueban los modelos estandarizados de notificación, que han de utilizarse para la actualización continua de la información relativa a los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea. Dichos modelos se han elaborado teniendo en cuenta la distinta naturaleza de los sujetos obligados a notificar y las particularidades del contenido de la información a facilitar.

Los accionistas significativos que no tienen la condición de consejeros, deben informar del porcentaje de derechos de voto y de la fecha en la que alcanzaron o cruzaron alguno de los umbrales de notificación establecidos. También deben notificar aquellos instrumentos financieros que les den derecho a adquirir accio-

nes ya emitidas que tengan derechos de voto atribuidos, siempre que la decisión última de ejercicio del instrumento financiero dependa única y exclusivamente del tenedor del instrumento financiero. La celebración de acuerdos para el ejercicio concertado de los derechos de voto deberá ser notificada de forma conjunta por todos los partícipes del acuerdo, debiendo identificarse a los partícipes y el porcentaje de derechos de voto que individualmente tiene cada uno de ellos.

La naturaleza del cargo que ocupan los consejeros y directivos en un emisor justifican el establecimiento de requisitos de información específicos para incorporar las obligaciones previstas en el artículo 9 del Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre. De ahí la necesidad de desarrollar modelos de notificación especiales para estas personas. Los consejeros deberán comunicar cualquier transacción que realicen sobre acciones, tengan o no derechos de voto, y sobre instrumentos financieros ligados a acciones, tanto de las operaciones realizadas a título personal, como de las realizadas de forma indirecta. Además, informarán del precio y el mercado en el que se realizaron las transacciones. Adicionalmente, deberán declarar la posición final de derechos de voto, con independencia del porcentaje que representen, en la medida en que puedan ejercer discrecionalmente dichos derechos de voto. Por su parte, los directivos notificarán cualquier transacción que realicen sobre acciones, tengan o no derechos de voto atribuidos, y sobre instrumentos financieros ligados a acciones de la cotizada donde ocupan el cargo, no debiendo informar de la posición final de derechos de voto.

El emisor deberá informar de las operaciones de autocartera, tanto de adquisición como de transmisión, en el momento en el que las adquisiciones alcancen el 1%.

Los sistemas retributivos deberán ser notificados por los consejeros o directivos beneficiarios del plan o a través de la sociedad.

También se incluye el modelo de notificación que, en su caso, deberán utilizar los creadores de mercado cuando deseen acogerse a la exención de notificación establecida en el Real Decreto 1362/2007.

Teniendo en cuenta los avances tecnológicos, y la necesidad de procesar la información de manera adecuada y rápida para, en su caso, su pronta difusión, la nueva Circular establece la posibilidad de que los modelos de notificación se puedan presentar por vía telemática, que será obligatoria para la notificación de operaciones realizadas con acciones propias.

9.3 Gobierno corporativo

En el año 2007, un total de 173 sociedades cotizadas presentaron su informe anual de gobierno corporativo (IAGC) correspondiente al ejercicio 2006. En general, no se han producido incidencias significativas en el proceso de recepción telemática de los IAGC y todos los IAGC de las sociedades cotizadas han sido aprobados por unanimidad de los miembros de los respectivos Consejos de Administración.

A partir de los IAGC individuales de las sociedades, la CNMV elabora y publica anualmente un informe donde se analizan los datos agregados del sector y en el que se pueden encontrar diversidad de datos estadísticos. La CNMV es pionera en la publicación de este tipo de informes respecto a sus homólogos en el ámbito internacional.

El análisis de las prácticas de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas que se hace a lo largo de este informe, parte de las recomendaciones del Código Olivenza y del Informe Aldama, que son las recomendaciones vigentes en 2006, fecha de referencia de los IAGC de las sociedades recibidos en 2007. A título meramente ilustrativo y dado que 2007 será el primer año de aplicación de las recomendaciones y definiciones vinculantes del Código Unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas, en el análisis a continuación también se intercalan comentarios sobre grado de seguimiento de algunas de las recomendaciones y definiciones vinculantes de dicho Código Unificado.

9.3.1 Aspectos más significativos de la estructura de gobierno de las empresas

A continuación se describen, de manera sintética, las principales características de las estructuras y prácticas de gobierno corporativo de las sociedades, a partir de la información de los IAGC correspondientes a 2006 analizados durante 2007.

Estructura de la propiedad

Al cierre del ejercicio 2006, el capital social de las compañías cotizadas descendió un 3,5% respecto al año anterior, si bien su capitalización bursátil aumentó un 29,8%.

La distribución de capital de las sociedades cotizadas ha registrado pocas variaciones respecto a los datos del ejercicio 2005. En promedios agregados, el 27,5% del capital está en poder de los Consejos de Administración, los accionistas significativos no consejeros alcanzan el 33,7% y el capital flotante se sitúa en el 38,3%. La autocartera se ha mantenido en torno al 0,5% del capital.

En el 33,1% (32,4% en 2005) de las sociedades cotizadas existe alguna persona, física o jurídica, que posee la mayoría del capital o que ejerce o puede ejercer el control.

Un total de 20 entidades mantiene límites estatutarios al ejercicio de los derechos de voto. Durante 2006, dos compañías los han eliminado.

Consejo de Administración

El tamaño medio del Consejo de Administración de las sociedades cotizadas se sitúa en 9,9 miembros, ligeramente superior al año anterior. El 20,2% de las entidades tienen un número de consejeros fuera del rango recomendado por el Código Unificado de buen gobierno (entre 5 y 15 miembros).

El porcentaje de entidades con una representación de independientes en el Consejo de Administración inferior a un tercio de sus miembros se ha incrementado en el último año. La presencia de mujeres en los consejos de las sociedades cotizadas ha registrado un incremento, pasando de 95 consejeras en 2005 (5,6% del total) a 118 en 2006 (6,9% del total).

La remuneración media por consejero se situó en 253 mil euros, un 24,6% más que en 2005. El promedio de la retribución de los ejecutivos se incrementó un 33,3%, principalmente por el ejercicio de derechos de opción y por las remuneraciones variables ligadas a objetivos, y para el resto de tipologías de consejeros el incremento medio ha sido del 4,5%.

A pesar del incremento de las remuneraciones del Consejo, no se ha producido un aumento apreciable en el porcentaje que representan sobre los resultados de las empresas cotizadas (3,8%).

Únicamente 28 entidades (nueve del Ibex 35) publican la remuneración individual de cada consejero por los diferentes conceptos retributivos. Excepto en lo que se refiere a las obligaciones legales (remuneraciones basadas en la cotización de las acciones y opciones sobre acciones), sigue sin someterse a la Junta General la política de retribuciones del Consejo y de la alta dirección, ni tan siquiera con carácter consultivo.

Comisiones delegadas del Consejo

En 2006, se ha reducido de forma apreciable el número de entidades en las que el Comité de Auditoría no cuenta con ningún consejero independiente. Sin embargo, en 72 sociedades su Presidente no tiene la condición de independiente.

También se ha reducido el número de entidades que no han constituido la Comisión de Nombramientos y Retribuciones. La mayoría de las sociedades cotizadas cumple la recomendación de buen gobierno de que todos sus miembros sean consejeros externos.

El nombramiento del 55,3% de los nuevos consejeros se ha realizado a propuesta de la Comisión de Nombramientos. En las empresas del Ibex 35 este porcentaje se sitúa en el 88,6% y todos los nombramientos de consejeros independientes fueron propuestos por esta Comisión.

Operaciones vinculadas

El importe agregado de las operaciones vinculadas, realizadas por las sociedades cotizadas con accionistas significativos en el primer semestre de 2007, asciende a

Operaciones con partes vinculadas de las sociedades cotizadas¹

CUADRO 9.4

Importes en millones de euros

	Núm. sociedades		Tipo de operación ²		Núm. de operaciones ⁴		Importe	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007
Operaciones con:								
Accionistas significativos	99	81	30	33	774	637	54.514	30.839
Administradores y directivos	174	170	27	25	505	606	2.885	2.480
Personas o entidades del grupo	52	53	27	26	254	271	11.559	6.970
Otras partes vinculadas	39	94	21	22	189	207	5.367	5.740
Total	192	185	33	33³	1.722	1.721	74.325	46.030
% sobre el total								
Accionistas significativos	51,6	43,8	90,9	100,0	44,9	37,0	73,3	67,0
Administradores y directivos	90,6	91,9	81,8	75,8	29,3	35,2	3,9	5,4
Personas o entidades del grupo	27,1	28,6	81,8	78,8	14,8	15,7	15,6	15,1
Otras partes vinculadas	20,3	50,8	63,6	66,7	11,0	12,0	7,2	12,5

Fuente: CNMV.

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

30.839 millones de euros. Comparando las cifras de los ejercicios 2007 y 2006, se observa que el importe de las operaciones se ha reducido un 43,4%. Este descenso se explica, en gran parte, por la exclusión de cotización de una sociedad que representaba el 29,1% del volumen agregado del primer semestre de 2006.

La mayoría de las transacciones corresponden a operaciones financieras de tráfico ordinario realizadas con entidades de crédito que son accionistas significativas.

Sistemas de control de riesgos

En general, las sociedades cotizadas han adoptado el informe COSO (*Committee of Sponsoring Organizations of the Tradeway*), que establece una serie de criterios para definir y gestionar los riesgos corporativos a partir de la creación de un entorno de control, el establecimiento de objetivos, la evaluación de riesgos, el desarrollo de actividades de control, información, comunicación y supervisión. Las entidades financieras también describen los sistemas de control de riesgos derivados de la implantación del Acuerdo de Basilea II.

El 35,3% de las sociedades cumplen la recomendación del Código Unificado sobre la designación del Comité de Auditoría como el órgano encargado de revisar periódicamente los sistemas de control interno y gestión de riesgos.

En general, las sociedades cotizadas identifican en sus IAGC los principales riesgos que les afectan y, normalmente, los clasifican en cuatro grandes tipologías: riesgos financieros (crédito, mercado, liquidez), operacionales, regulatorios y medioambientales.

El 57% de las sociedades cotizadas indican expresamente que no se ha materializado ningún riesgo que haya afectado de forma significativa al patrimonio de la sociedad o al desarrollo normal de sus actividades. El 30% de la muestra no informa sobre la materialización de riesgos durante el ejercicio y el 13% restante indica que se ha materializado algún riesgo y que los sistemas de control establecidos han funcionado correctamente.

Junta General

En promedio, la participación de los accionistas en las Juntas Generales ha aumentado ligeramente respecto al ejercicio anterior. Para el conjunto de las sociedades cotizadas, la participación media en las Juntas se situó en el 73,4% y para las empresas del Ibex 35 en el 64,4%.

Los datos de asistencia a las Juntas Generales ponen de manifiesto que la presencia de accionistas minoritarios sigue siendo reducida. Con carácter general, la mayor asistencia se produce en aquellas sociedades con un menor capital flotante.

Principio de “cumplir o explicar”

Las sociedades españolas cotizadas están obligadas, de conformidad con lo previsto en el artículo 116 de la LMV, a consignar en el IAGC el grado de seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo o, en su caso, explicar la falta de seguimiento.

La legislación deja a la libre autonomía de cada sociedad la decisión de seguir o no las recomendaciones de gobierno corporativo, pero les exige que cuando no lo hagan revelen los motivos que justifican su proceder al objeto de que los accionistas, los inversores y los mercados en general puedan juzgarlos.

El principio de “cumplir o explicar” es uno de los pilares básicos de transparencia de las prácticas de buen gobierno corporativo de las sociedades cotizadas. En este sentido, el Código Unificado establece que las sociedades cotizadas son libres para seguir o no las recomendaciones pero, al informar si las cumplen, deben respetar el significado de los conceptos y definiciones que se incluyen en el Código, para que el mercado valore correctamente sus estructuras y prácticas de gobierno corporativo.

Algunas entidades han puesto de manifiesto en sus IAGC que la coexistencia de dos Códigos de Buen Gobierno, Código Olivencia e Informe Aldama, plantea dificultades a la hora de informar sobre el grado de seguimiento de las recomendaciones. Las principales prácticas observadas en los IAGC, respecto a la aplicación del principio de “cumplir o explicar”, son las siguientes:

- El 58% de las compañías (66% del Ibex 35) explica de forma detallada e individualizada el cumplimiento de las recomendaciones de los dos Códigos vigentes en 2006.
- El resto de las sociedades cotizadas incluyen comentarios genéricos que, en algunos casos, no permiten valorar adecuadamente del grado de seguimiento de las recomendaciones.
- El incumplimiento de las recomendaciones sobre la estructura del Consejo (tamaño, equilibrio entre dominicales e independientes y entre composición del Consejo y la Comisión Ejecutiva) se justifica normalmente en función de las características propias de cada entidad.
- La mayoría de las compañías en las que existe un claro desequilibrio en el Consejo entre dominicales e independientes, no explican por qué no siguen la recomendación de los Códigos relativa a la proporción entre consejeros independientes y dominicales en función de la distribución del capital social.
- El 35% de las sociedades que cuentan con una Comisión Delegada cumplen la recomendación de que su composición esté equilibrada con la del Consejo de Administración. El resto señalan, en su mayoría, el desequilibrio que existe en la composición de ambos órganos, pero no detallan adecuadamente las razones que explican el incumplimiento de esta recomendación.
- El 84% (74% del Ibex 35) de las entidades no siguen la recomendación del Informe Aldama relativa a que se desglosen, en la memoria de cuentas anuales, las retribuciones individuales de los consejeros por conceptos retributivos. En general, las explicaciones del tal incumplimiento se refieren a la inexistencia de una Comisión de Retribuciones o a la prudencia y el derecho a la intimidad de los administradores.
- El Informe Aldama recomienda que las remuneraciones consistentes en entrega de acciones u opciones sobre acciones deben limitarse a consejeros ejecutivos o internos. Ninguna de las ocho entidades que han otorgado derechos sobre accio-

nes a consejeros externos dentro de un plan retributivo explican adecuadamente el no seguimiento de esta recomendación.

Calificación de independientes en el Consejo de Administración y constitución de la Comisión de Nombramientos

Las sociedades cotizadas deben tomar como referencia el Código Unificado al presentar el IAGC del año 2007. Al analizar los IAGC del ejercicio 2006 se ha hecho un seguimiento de las definiciones del Código Unificado para poder calificar como independientes a los miembros del Consejo de Administración.

Los supuestos en los que las calificaciones realizadas no se adapten a los requisitos del Código Unificado serán objeto de seguimiento especial en la revisión de los IAGC de 2007. No obstante, durante el pasado año se enviaron requerimientos y se realizaron actuaciones adicionales en aquellos casos en los que se detectó que las compañías no cumplían con las definiciones establecidas en su propia normativa interna.

Por otro lado, uno de los requisitos del Código Unificado para poder calificar a un consejero como independiente es que debe ser propuesto por la Comisión de Nombramientos:

- Como consecuencia de la revisión de los IAGC, se enviaron escritos a las entidades que carecían de Comisión de Nombramientos recordándoles la definición del Código Unificado respecto a la propuesta de nombramiento o reelección de los consejeros calificados como independientes. En 2007 diez de entidades han constituido Comisión de Nombramientos tras recibir el escrito enviado por la CNMV. En un caso, las funciones de esta Comisión han sido asumidas por el Comité de Auditoría.
- Adicionalmente, a las compañías que no tenían constituida la Comisión de Nombramientos y habían nombrado en 2007 consejeros calificados como independientes se les recordó que para poder seguir manteniendo dicha clasificación deberían constituir la Comisión de Nombramientos, para que tal órgano pudiera ratificar la condición de independientes, sin que participe el consejero afectado ni en las deliberaciones ni en el acuerdo.

9.3.2 Constitución y composición del Comité de Auditoría

El cumplimiento de los requisitos legales, establecidos en la Disposición adicional decimoctava de la LMV, respecto a la constitución y composición del Comité de Auditoría, se ha revisado para todas las sociedades cotizadas. A continuación se describen los requisitos verificados y los resultados obtenidos:

- En 2007, todas las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales tienen constituido un Comité de Auditoría.
- Los miembros del Comité de Auditoría deben ser, en su mayoría, consejeros no ejecutivos o miembros del órgano equivalente que no posean funciones directivas o ejecutivas en la entidad, ni mantengan relación contractual distinta de la condición por la que se les nombre.

- La gran mayoría de las sociedades cotizadas han adecuado la composición del Comité de Auditoría a lo establecido en la normativa vigente. Sin embargo, ocho entidades están todavía en proceso de adaptación a los requisitos exigidos.
- El presidente del Comité de Auditoría debe ser sustituido cada cuatro años y ser designado entre los consejeros no ejecutivos o miembros que no posean funciones directivas o ejecutivas, ni mantengan relación contractual distinta de la condición por la que se les nombre.

En 2007, 42 entidades contaban con presidentes del Comité de Auditoría que cumplían cuatro años en el cargo, por lo que se envió un escrito a cada una de ellas recordándoles la normativa sobre la limitación de los mandatos y la necesidad de iniciar el proceso de renovación.

9.3.3 Normativa interna de las sociedades (Reglamentos)

La Ley de Transparencia obliga a las sociedades anónimas cotizadas a disponer de un Reglamento específico de la Junta General y un Reglamento de normas de régimen interno y funcionamiento del Consejo de Administración. Dichos reglamentos son objeto de comunicación y registro en la CNMV. Además, las compañías informan en el IAGC sobre las modificaciones realizadas en ambos reglamentos.

Durante 2006 y el primer semestre del 2007, un elevado número de compañías han modificado sus Reglamentos de la Junta y del Consejo de Administración. En la mayoría de los casos, estas modificaciones tenían por objeto incorporar las recomendaciones del Código Unificado a la normativa interna.

Las modificaciones más relevantes incorporadas en los Reglamentos del Consejo son las siguientes:

- Definiciones vinculantes recogidas en el Código Unificado para las diferentes categorías de consejeros.
- El Comité de Auditoría debe estar compuesto únicamente por consejeros externos y su presidente debe ser un consejero independiente.
- La Comisión de Nombramientos y Retribuciones debe estar formada únicamente por consejeros externos, o bien tener mayoría de independientes, y su presidente debe ser independiente.
- El Consejo debe contar, al menos, con un tercio de independientes.
- Implantación de un mecanismo para que el Consejo evalúe, al menos con periodicidad anual, la calidad y eficiencia de su funcionamiento.

Por lo que se refiere a los Reglamentos de la Junta General, las modificaciones más relevantes son las siguientes:

- En 66 sociedades se ha previsto la posibilidad de emitir el voto por medios electrónicos cuando los sistemas tecnológicos disponibles así lo permitan. Casi todas ellas remiten a posteriores desarrollos normativos internos, o bien a las propias convocatorias de la Junta, los detalles de la implementación de este derecho reconocido al accionista.

- Entre las 79 sociedades que han modificado su Reglamento de la Junta, siete siguen manteniendo algún tipo de limitación estatutaria al ejercicio de los derechos de voto, si bien dos de ellas son entidades para las que estas limitaciones tienen su origen en algún precepto legal que han incorporado a sus Estatutos y/o Reglamentos.

9.3.4 Novedades regulatorias: aplicación del Código Unificado y nuevo modelo de IAGC

La entrada en vigor del Código Unificado de Buen Gobierno en ejercicio 2007 ha planteado la necesidad de adaptar el modelo de Informe Anual de Gobierno Corporativo que las sociedades cotizadas deben difundir y remitir a la CNMV en el primer semestre de 2008.

En general, el nuevo modelo, aprobado mediante la Circular 4/2007, de 27 de diciembre, mantiene la estructura del anterior e incorpora aquellas modificaciones y nuevos apartados necesarios para su adaptación a las recomendaciones del Código Unificado.

9.4 Hechos relevantes y otras comunicaciones recibidas en la CNMV

El 13 de agosto de 2007 entró en vigor la Ley 6/2007, de 12 de abril, mediante la que se adapta la LMV a lo dispuesto en la Directiva 2004/109/CE de armonización de los requisitos de transparencia en la información que deben publicar los emisores de valores. A partir de esa fecha, la nueva redacción dada al artículo 82 de la LMV establece que la comunicación de información relevante a la CNMV por los emisores deberá hacerse simultáneamente a su difusión por cualquier otro medio y tan pronto como sea conocido el hecho, se haya adoptado la decisión o firmado el acuerdo o contrato con terceros que se trate.

La nueva redacción del artículo 82 de la LMV requiere de los emisores una implicación más activa en el proceso de difusión de la información relevante. Para facilitar esta labor, la CNMV incorporó nuevos procedimientos para la tramitación de los hechos relevantes y otras comunicaciones que permiten al emisor su difusión automática al mercado a través de la página en Internet de la CNMV. Tras la incorporación de este nuevo servicio el 39% de la información relevante enviada lo ha utilizado.

Durante el año 2007 se recibieron en la CNMV 9.708 comunicaciones de información relevante de los emisores, un 13,1% más que las recibidas el año precedente (véase cuadro 9.5).

El incremento de información relevante se debió principalmente a comunicaciones referidas a: (i) otros hechos significativos, que aumentaron un 277,8%; (ii) otras comunicaciones (+124,3%), debido al mayor número de presentaciones de resultados realizadas por las empresas cotizadas, (iii) la información periódica remitida por fondos de titulización de activos (32,6%) y (iv) exclusiones de negociación, que aumentaron un 27,3% debido al mayor número de ofertas públicas de exclusión presentadas en el ejercicio.

Hechos relevantes y otras comunicaciones recibidas en la CNMV			CUADRO 9.5
Tipo	2006	2007	% var 07/06
Hechos relevantes	6.854	7.779	13,5
Adquisiciones o transmisiones de participaciones	802	814	1,5
Anuncio de convocatorias y acuerdos de juntas	548	584	6,6
Avance de resultados de sociedades emisoras	890	865	-2,8
Cambios del consejo y de otros órganos de gobierno	308	357	15,9
Comité de auditoría (Ley 44/2002)	3	9	200,0
Información periódica de fondos de titulización de activos	1.847	2.475	32,6
Información periódica de fondos de titulización hipotecaria	843	779	-7,6
Informe anual de gobierno corporativo	259	234	-9,7
Suspensiones de negociación y levantamientos	117	119	1,7
Exclusiones de negociación (incluidos acuerdos previos)	22	28	27,3
Otros	401	1.515	277,8
Otras comunicaciones	1.731	1.929	11,4
Anuncio de pagos de cupones y dividendos	257	264	2,7
Encuentros con analistas e inversores. Convocatorias	194	184	-5,2
Información sobre resultados de sociedades emisoras	258	377	46,1
Presentaciones sobre la compañía	348	200	-42,5
Otros	403	904	124,3
Total	8.585	9.708	13,1

Fuente: CNMV.

10. Supervisión de los mercados

La función de supervisión de los mercados lleva a la CNMV a analizar las operaciones sobre las que pueda haber indicios de un funcionamiento incorrecto en los mismos. Por este motivo en 2007 la CNMV analizó aproximadamente unas 92.600 operaciones (el 1,2 por mil del total de operaciones realizadas en los mercados), lo que supone un 44,5% más que en el año anterior. La mayor parte de las operaciones revisadas se produjeron en el mercado de renta variable como se observa en el cuadro 10.1.

Resumen de la actividad supervisora de mercados. 2007

CUADRO 10.1

	Renta variable	Renta fija	Derivados	Liquidación	Total
Nº operaciones	34.541.667	693.699	4.249.093	36.634.043	76.118.502
Señales de supervisión ¹	51.471	4.145	18.063	18.927	92.606
Requerimientos	508	16	8	21	553
Informes de supervisión	180	13	14	9	216
Informes remitidos a otras					
Direcciones u organismos	10	3	4	1	18
Informes periódicos	13	24	24	21	82

Fuente: CNMV.

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

Política supervisora de la CNMV

La CNMV, en cumplimiento de las funciones establecidas en la Ley, supervisa a un colectivo de emisores, intermediadores e inversores, ya sea tanto por su actividad directa como por su operativa en los mercados de valores, que abarca más de 8.000 agentes y millones de operaciones que se cruzan en los mercados de valores. Además, cabe recordar que la CNMV no tiene competencias supervisoras en materia de solvencia, salvo en lo atinente a las empresas de servicios de inversión, por lo que el componente sistémico de la supervisión de solvencia es reducido. En consecuencia, las inspecciones exhaustivas a empresas individuales tienen mucha menor importancia que en el caso de un supervisor de solvencia. Ambas razones permiten concluir que la estrategia supervisora de la CNMV debe aplicar los recursos de manera proporcionada y estar guiada por el riesgo.

En este sentido, la CNMV, en el ámbito de las entidades bajo su supervisión, elabora un mapa de riesgos periódico teniendo en cuenta tanto la informa-

ción financiera de las mismas (recursos, endeudamiento, plan de negocio, etc.) como variables macroeconómicas y sectoriales y, con arreglo al mismo, elabora un plan semestral de inspección. Además, en el área de la operativa de los mercados de valores, existen sistemas de alarmas automáticas que permite detectar movimientos inusuales de las cotizaciones que son sometidos a investigación exhaustiva. Por otra parte, la CNMV realiza revisiones sistemáticas de las operaciones que se realizan alrededor de toda operación societaria, con el objetivo de analizar el posible uso de información privilegiada o manipulación de precios. Adicionalmente, y en relación a la información que se difunde al público, y tras el cambio en la regulación de los hechos relevantes, la CNMV está extremando la vigilancia sobre la publicación de hechos posteriormente desmentidos que puedan constituir indicios de manipulación de mercado.

La estrategia supervisora y, en su caso, sancionadora, de la CNMV pueden sintetizarse en la persecución de comportamientos que impliquen un elevado riesgo para el funcionamiento de los mercados, que afecten en cuantía y número significativo de inversores y cuya persecución traiga consigo efectos disuasorios apreciables sobre los restantes agentes, lo que apunta a temas tales como la información privilegiada, la manipulación de mercado, las prácticas de comercialización de productos financieros o la transparencia de los folletos informativos de emisiones y operaciones societarias, entre otros.

En el desarrollo de estas funciones la CNMV se encuentra con algunas dificultades, que podrían obviarse con ciertas mejoras del marco normativo, tales como la carencia de instrumentos de obtención de información que vayan más allá de la mera toma de declaración de los posibles infractores, el régimen sancionador de las faltas graves o la no exigibilidad de la restitución del daño causado, lo que plantea la conveniencia de abordar en un futuro próximo una reforma del régimen inspector y sancionador de la actual LMV en la línea iniciada por la reciente Ley de la Competencia.

Por último, cabe señalar que la imagen pública sobre la actuación sancionadora de la CNMV solo puede apreciarse correctamente a medio plazo por la prohibición legal de dar publicidad al inicio de las actuaciones inspectoras y sancionadoras y que la publicidad solo se produce cuando existe resolución firme sobre las mismas. De este modo, la información pública disponible en cada momento siempre hace referencia a actuaciones iniciadas meses atrás.

10.1 Actuaciones destacadas de la CNMV en los distintos mercados

10.1.1 Renta variable

Como mecanismo para prevenir la utilización de información privilegiada, la CNMV puede decidir suspender la negociación de un valor. De esta manera se contribuye a evitar asimetrías en la difusión de la información al proporcionar tiempo para que todos los participantes en el mercado la conozcan. Esta actuación del supervisor se aplica especialmente en el caso de las ofertas públicas de adquisición. Así, la CNMV ha analizado las operaciones ejecutadas en los periodos de anuncio, presentación o ejecución de las ofertas para detectar posibles indicios de informa-

ción privilegiada. Las opas que se han producido en 2007 fueron descritas en el capítulo segundo de este Informe.

Además, la CNMV ha llevado a cabo iniciativas con el objetivo de preservar la integridad del mercado y evitar, así, el riesgo de manipulación de la negociación de los valores cotizados. El Consejo de la CNMV, en su sesión del 19 de diciembre de 2007, aprobó, por un lado, una serie de criterios sobre operaciones de colocación o compra de grandes paquetes accionariales. Asimismo, aprobó la Circular 3/2007 sobre los contratos de liquidez a los efectos de su aceptación como práctica de mercado.

La Iniciativa Contra el Abuso de Mercado (ICAM)

La CNMV, el 29 de enero de 2007, sometió a comentarios públicos un conjunto de actuaciones preventivas contra el abuso de mercado que dieron forma a una Iniciativa Contra el Abuso de Mercado (ICAM). Con el lanzamiento de la ICAM, la CNMV pretendía dinamizar y encauzar un esfuerzo conjunto público-privado encaminado a elevar de forma continuada el grado de integridad del mercado.

Finalizado el periodo de consulta de la ICAM, y a la luz de los comentarios recibidos, se puso en marcha esta iniciativa con la creación de dos grupos de trabajo, uno sobre información relevante y otro sobre autocartera y operaciones de bloques. El grupo sobre información relevante elaboró un documento con las conclusiones alcanzadas que servirá de base para el desarrollo normativo en materia de información relevante, una vez la CNMV obtenga la preceptiva habilitación para ello. Por lo que se refiere al grupo de trabajo sobre autocartera y operaciones de bloques, sus conclusiones quedaron plasmadas en los siguientes documentos aprobados por el Consejo de la CNMV el 19 de diciembre de 2007:

Circular 3/2007, de 19 de diciembre, sobre los contratos de liquidez a los efectos de su aceptación como práctica de mercado.

Se trata de la primera “práctica aceptada de mercado” reconocida por la CNMV, al considerar que los contratos de liquidez son una herramienta muy útil para las sociedades cotizadas con poco volumen negociado y al facilitar a los inversores la compra y venta de las acciones en los mercados, siempre y cuando cumplan una serie de requisitos y operen dentro de ciertos límites, como no ejercer nunca una posición dominante en la contratación, extremar la cautela en los periodos de subasta, no originar artificialmente desviaciones del precio de la cotización respecto a la tendencia de mercado, etc.

El objetivo de reconocer esta práctica aceptada de mercado (según los términos previstos en la Directiva de Abuso de Mercado y el Real Decreto 1333/2005, en materia de abuso de mercado) es señalar como no manipulativa la práctica de dotar de liquidez al valor a través de un intermediario independiente, cosa que no puede afirmarse siempre a priori en otro tipo de operaciones sobre acciones propias realizadas directamente por el emisor.

Criterios sobre operaciones de colocación o compra de grandes paquetes accionariales

El Consejo de la CNMV aprobó una relación de criterios de actuación para operaciones en las que un intermediario financiero, para ejecutar el mandato de un cliente, lleva a cabo en breve plazo la compra o venta de un gran lote o paquete de acciones (*block trade*) entre una pluralidad de inversores. Dichos criterios tienen como objetivo minimizar el impacto sobre el mercado que puedan suponer los *block trades* y evitar en lo posible el uso de información privilegiada.

Contenidos pendientes de la ICAM

De los contenidos de la ICAM quedan pendientes, además del desarrollo normativo sobre información relevante ya citado, los relativos a comunicación de operaciones sospechosas, el protocolo de actuación de la CNMV ante anomalías de precios y la elaboración de una guía de actuación para la transmisión a terceros de información privilegiada.

Suspensiones de negociación por difusión de información

El 19 de diciembre de 2007 se publicó la Ley 47/2007, que incorpora al ordenamiento jurídico español la normativa europea relativa a los mercados de instrumentos financieros. En su artículo 11¹ se han introducido modificaciones en materia de suspensiones de negociación de los instrumentos financieros, que adaptan la normativa doméstica a la nueva clasificación de los ámbitos de negociación de los valores (mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación e internalizadores sistemáticos), refuerzan las exigencias en materia de difusión de los acuerdos de suspensión de los valores negociados y contemplan la posibilidad de que las autoridades supervisoras se comuniquen los acuerdos de suspensión adoptados cuando éstos puedan afectar a los mercados bajo su supervisión.

La nueva redacción del artículo 33 de la LMV confiere una mayor responsabilidad en materia de suspensiones de negociación a las sociedades rectoras de los mercados regulados, al facultarlas, bajo determinados requisitos, para suspender la negociación de los instrumentos financieros que dejen de cumplir las normas del mercado.

A partir del 1 de noviembre de 2007, con la entrada en vigor de la MiFID, se iniciaron las comunicaciones entre los organismos reguladores europeos de las decisiones de suspensión y levantamiento de la negociación de instrumentos financieros. También, cuando se ha estimado procedente, se han realizado comunicaciones de estas actuaciones a las autoridades de Estados no miembros de la Unión Europea a cuyos mercados pudiera afectar la decisión.

Transposición de la MiFID y reforma de la LMV en lo referente a los mercados secundarios

Con fecha 20 de diciembre de 2007 se publicó en el BOE la Ley 47/2007, que incorpora a la LMV la Directiva 2004/39/CEE relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID). Esta directiva pretende la modernización de los mercados de valores y la mejora en el régimen de protección de los inversores.

Las novedades introducidas en la LMV son las más importantes desde su promulgación y han precisado la redacción o modificación de numerosos artículos. Entre ellas destaca el nuevo marco conceptual de alternativas de negociación y las innovaciones en materia de estructura, organización y funcionamiento de los mercados. Se elimina el principio de concentración de la contratación de acciones en los mercados oficiales y se reconocen tres ámbitos de negociación alternativos: los mercados regulados, los sistemas multilaterales de negociación (SMN) y los internalizadores sistemáticos (IS).

Los mercados regulados, que tradicionalmente se han denominado “mercados secundarios oficiales”, no varían sustancialmente en su regulación y se les otorga unos regímenes especiales de autorización, regulación y supervisión. Por su parte, los SMN se configuran como sistemas de cualquier tipo que permitan casar múltiples intereses de compra y venta sobre los activos negociados en ellos. Por último, los IS se definen como las ESI que de forma organizada, sistemática y frecuente ejecutan órdenes de sus clientes contra su cuenta propia, al margen de los mercados regulados y los SMN.

La eliminación del principio de concentración en los mercados de valores pretende fomentar la competencia entre los distintos sistemas de negociación. Supone un cambio importante en la estructura y funcionamiento de algunos mercados de valores tal y como se entendían hasta ahora.

Otra novedad destacable de la transposición de la MiFID es el refuerzo de las medidas de protección de los inversores. La más destacada es el régimen de transparencia propuesto cuyo objeto es proporcionar a los inversores un nivel adecuado de información sobre los intereses de compra y venta (pre-transparencia) así como sobre las transacciones efectuadas (post-transparencia) de los valores admitidos a negociación en los mercados regulados independientemente del ámbito en el que se negocien. Se recoge además la obligación de las ESI de obtener el mejor resultado posible al ejecutar las órdenes de sus clientes, teniendo en cuenta el precio, los costes, la velocidad, la posibilidad de ejecución y de liquidación, el tamaño y cualquier otra característica de la orden.

Por último, es importante subrayar la nueva regulación de comunicación de operaciones y el intercambio de información entre autoridades para asegurar un adecuado nivel de supervisión. Se establecen obligaciones de comunicación de las ESI similares en todos los Estados miembros. En España, las obligaciones de comunicación cubren un espectro de instrumentos financieros más amplio que el mínimo recogido en la MiFID e incluye, además, la obligación de comunicar la identidad de los clientes de cada transacción. Estas obligaciones están ya vigentes desde diciembre de 2007.

A lo largo de 2007 la CNMV continuó su esfuerzo para procurar que las suspensiones de negociación duren el menor tiempo posible, lo cual siempre depende de la rapidez con que la entidad que origina la suspensión aporte la información relevante oportuna para su publicación con el fin de que todos los inversores puedan operar en igualdad de condiciones.

Asimismo, la CNMV ha tratado de evitar al máximo las suspensiones por movimientos de precio basados en la difusión de informaciones falsas o rumores infundados, procurando verificar la veracidad, aun parcial, de las noticias o rumores que afecten a un valor antes de tomar la decisión de suspender su cotización. Del mismo modo, no se han adoptado suspensiones en los casos en los que, a raíz de la adquisición de un paquete significativo por un accionista a través de órdenes ejecutadas en varias sesiones bursátiles, se hayan observado movimientos de precio en ese valor.

El número de suspensiones permaneció prácticamente constante en 2007 respecto al del ejercicio anterior, tanto desde el punto de vista de los emisores afectados como de los acuerdos de suspensión adoptados (véase cuadro 10.2). Considerando que el número de emisores admitidos a cotización en bolsa se ha incrementado en el ejercicio 2007, se puede concluir que, en términos relativos, se ha producido una disminución de la ratio de suspensiones sobre el total de emisores.

Suspensiones temporales de cotización en bolsa

CUADRO 10.2

	2006	2007
Núm. de emisores suspendidos	50	54
Número de suspensiones	82	83
Por presentación de opa	22	23
Por difusión de información relevante	56	56
Por finalización del plazo de aceptación de opa de exclusión	2	4
Otras	2	0

Fuente: CNMV.

La tipología de las suspensiones fue similar al ejercicio anterior. La difusión de información relevante continuó siendo el principal motivo de suspensión en 2007, destacando también las operaciones corporativas de adquisición o fusión. Por otro lado, los valores del sector energético dieron lugar al 19% de las suspensiones, los del sector inmobiliario al 13% y los pertenecientes al de industrias manufactureras, el 9%.

Las 23 suspensiones registradas por presentación de opas afectaron a 15 emisores. La presentación de ofertas competidoras explica que la cifra de emisores afectados sea inferior al número de suspensiones acordadas por este motivo.

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

Las opas pueden generar información privilegiada valiosa desde las primeras fases de su gestación, debido a las implicaciones financieras y corporativas que tienen para las empresas participantes y al beneficio económico que reportan al accionista por la prima que debe ofrecer el adquirente para hacerse con el control de la socie-

dad. El riesgo de una utilización inapropiada de dicha información se acrecienta debido a la práctica, cada vez más frecuente, de que un grupo de oferentes se una para formular una oferta, con el inevitable aumento de un círculo de iniciados ya de por sí numeroso cuando existe un único oferente.

La CNMV investiga la negociación de todas las acciones implicadas en este tipo de operaciones con el fin de detectar indicios de utilización de información privilegiada. Además de estas actuaciones ex-post, la CNMV lleva a cabo otras actuaciones ex-ante en el marco de su actividad de supervisión.

Así, siempre son objeto de atención especial las situaciones en las que existe un volumen extraordinario de negociación de acciones o cuando se producen transacciones significativas. Esta actividad de seguimiento pretende alertar sobre posibles indicios de anticipación por el mercado de anuncios de operaciones inminentes y vigilar que no procedan de filtraciones de información o que sean resultado de rumores o corrientes de opinión engañosas que pudieran constituir casos de manipulación de precios.

Vigilancia de las operaciones de compra y venta de volúmenes significativos

En 2007 la CNMV vigiló muy de cerca las operaciones de colocación de grandes paquetes de acciones que, por su cuantía y rápida ejecución, podrían tener un efecto distorsionador sobre el mercado.

En paralelo con las tareas de supervisión del mercado, la CNMV ha mantenido un estrecho contacto con las principales entidades participantes en el mercado, en el seno de la ICAM, para conocer la problemática de estas operaciones y con vistas a desarrollar y publicar unas recomendaciones para la buena práctica de las colocaciones de grandes paquetes accionariales, tanto desde la perspectiva de la transparencia como de su adecuado encauzamiento, para minimizar los efectos que pueden producir en la operativa habitual del mercado de órdenes.

El número de comunicaciones de colocaciones privadas aumentó considerablemente en 2007 respecto al ejercicio previo. En cinco de ellas fue necesaria la suspensión de la cotización oficial del valor, siempre por un plazo inferior a dos horas, al no culminarse la colocación antes de la apertura del mercado. En este tipo de operaciones la CNMV solamente adopta el acuerdo de suspender la cotización en los casos en los que considera que con ello se evita que se produzca un impacto en la cotización de los valores debido a una filtración de la banda de precios ofertada en el proceso de colocación.

Seguimiento y supervisión de estabilización de ofertas de suscripción y venta

La CNMV realizó en 2007 un especial esfuerzo para aumentar la eficacia de la lucha contra las prácticas abusivas de mercado durante el tiempo inmediatamente posterior al de distribuciones importantes de valores, conocido como periodo de estabilización. El año 2007 fue un año bastante activo en lo que se refiere a nuevas ofertas de suscripción y venta (OPS y OPV) de nuevos valores de renta variable. Por ello, se ha querido vigilar de una manera particular el cumplimiento de lo dispuesto en el Reglamento CE 2273/2003, por el que se aplica la Directiva 2003/6/CE en relación a los programas de estabilización de instrumentos financieros.

Las actuaciones de la CNMV se centraron en un doble aspecto. Por un lado, comprobar que se cumplen los requisitos de transparencia estipulados en dicho Reglamento que se refieren a la provisión de información pública respecto a las operaciones de estabilización acordadas por el emisor. Por otro, analizar exhaustivamente la información no pública del detalle de las operaciones de estabilización realizadas por el agente estabilizador, para comprobar que han sido ejecutadas de acuerdo con el Reglamento comunitario y que permiten acogerse a las exenciones previstas en la Directiva 2003/6/CE.

Las tareas de supervisión de la CNMV se extendieron a todas las OPV y OPS llevadas a cabo en 2007. En los casos en que se observaron indicios de posible incumplimiento, o de cumplimiento parcial, se requirió al emisor para recordarle la obligación de cumplir el Reglamento en cuanto al deber de comunicación de información pública, de corregir errores o de mejorar la calidad de la información comunicada.

Estudio exhaustivo de las entradas y salidas de los valores en el Ibex 35

Entre las medidas de seguimiento de la actividad del mercado, la CNMV continuó realizando un análisis exhaustivo de las entradas y salidas de valores en el Ibex 35 en las diferentes revisiones del índice que tuvieron lugar en 2007.

La pertenencia al Ibex 35 es muy importante para las compañías ya que representa, entre otros alicientes, una mayor visibilidad y reputación, una ganancia de liquidez de sus acciones, que pueden pasar a formar parte de la cartera de muchos inversores institucionales, principalmente de aquellos cuyo objetivo es replicar el índice. Entrar en el índice confiere, en definitiva, una impronta que se traduce en una prima en la cotización de la acción.

El análisis llevado de cada cambio en la composición del índice se centró en verificar si la negociación de los valores entrantes, potencialmente entrantes, salientes y candidatos a salir tuvo lugar de una manera ordenada y legítima, sin que se produjesen distorsiones de forma que alguno de los valores presentara una actividad artificial encaminada a permanecer o entrar en el índice, en detrimento de otros valores candidatos para ello.

Las conclusiones fueron que los cambios en el Ibex 35 se realizaron de una forma razonable y no se encontró evidencia empírica de posibles manipulaciones que afectasen de manera significativa a los cambios en la composición del Ibex 35.

10.1.2 Renta fija

La actuación de supervisión en los mercados de renta fija está condicionada en gran medida por su modelo de contratación y el flujo de información de las operaciones. A diferencia de los mercados de renta variable, en los que los intereses de compra y venta se centralizan en el sistema y la información sobre las operaciones cruzadas está disponible desde el momento de su ejecución, los precios de los instrumentos de renta fija reflejan tanto la situación de mercado de cada activo concreto como la capacidad de negociación de las contrapartidas y, además, estos precios no están disponibles hasta el momento de su liquidación.

En este sentido, durante 2007, entre otras actuaciones, se realizó un seguimiento de las prácticas de las entidades que actúan como agentes de liquidez de determinadas emisiones. Se pretendía con ello un doble objetivo: (i) verificar si se producen discriminaciones entre clientes, especialmente entre los minoristas, y (ii) considerar posibles actuaciones que aumenten la transparencia del mercado y, con ello, se limite el riesgo de tales actuaciones discriminatorias.

Con motivo de la admisión en AIAF de bonos estructurados dirigidos a minoristas, en los que lo anteriormente señalado tiene una especial trascendencia, se está valorando la posibilidad de que la rectora de este mercado amplíe la información que ofrece a través de su página *web*.

Por otra parte, tras el inicio de las turbulencias financieras consecuencia de la crisis de las hipotecas *subprime* en agosto y las consecuentes tensiones en el mercado de crédito, se viene realizando un seguimiento continuo de la evolución de la contratación de los activos titulizados con el objetivo de verificar la correcta formación de precios y la transparencia del mercado.

Desde la CNMV, por un lado se está verificando la adecuada representatividad de los precios utilizados como contraste a efectos de identificar las operaciones cuyos precios se considera que no corresponden a la situación de mercado y, por otro, se intenta identificar los criterios empleados por las entidades a la hora de fijar las condiciones de las transacciones. Sin embargo, la situación de incertidumbre sobre el riesgo de crédito del mercado en general, y de la composición de las carteras de colaterales (en el caso de las titulizaciones) en particular, dificulta el establecimiento de criterios objetivos para el análisis de la evolución de las cotizaciones de estos valores.

10.1.3 Productos derivados

Supervisión *in situ* de MEFF

En la primera quincena de junio de 2007 la CNMV realizó una visita al departamento de supervisión de mercado de MEFF para elaborar un análisis *in situ* del tipo de supervisión que realiza MEFF. El objetivo de la visita era doble. Por un lado, revisar los principios y métodos de funcionamiento de dicho departamento y, por otro lado, analizar posibles mejoras y sinergias con la propia actividad supervisora de la CNMV. La oportunidad de esta visita se vio acentuada con la transposición de la MiFID a la normativa española a finales de 2007 que concreta las obligaciones de supervisión de los mercados. A partir de las conclusiones de la visita se está en colaboración con MEFF para implementar, durante 2008, medidas que ayuden a mejorar los procedimientos de supervisión que realizan tanto MEFF como la CNMV.

MEFF Renta variable

Durante 2007 continuó el esfuerzo supervisor sobre aspectos relacionados con la operativa cuyo objetivo es el traspaso de efectivo entre titulares o la asignación discrecional de operaciones entre diferentes cuentas gestionadas por motivos fiscales.

Además, se realizaron análisis específicos de la actividad en MEFF en fechas previas a la difusión de importantes operaciones corporativas en el caso de que se hubiese

producido algún impacto en los precios de los contratos negociados en MEFF. La ampliación del número de subyacentes de los contratos con la incorporación de empresas no residentes ha supuesto una nueva tarea supervisora. Asimismo, también fueron objeto de especial seguimiento las variaciones de posiciones abiertas de titulares durante las semanas de vencimiento de los contratos de futuros y opciones y los posibles impactos de estas operaciones sobre los mercados de contado de las acciones subyacentes.

Mercado de Futuros sobre Aceite de Oliva (MFAO)

En MFAO la supervisión se centró especialmente en el análisis de las posiciones en las semanas previas al vencimiento y en el seguimiento de la liquidación por entrega física. Hay que destacar que en la liquidación de los contratos por entrega física no se produjo ningún incumplimiento en el mercado, lo que es indicativo de la consolidación del mismo. Además, se han registrado un importante número de entregas al margen de la Cámara según el procedimiento previsto en la normativa y que, de nuevo, refuerza la consolidación del mercado entre los operadores del contado.

Segmento de *warrants*

La actividad de supervisión de este segmento estuvo marcada por el notable incremento del volumen negociado durante 2007 y por la introducción de importantes novedades, tanto en lo que se refiere a las entidades emisoras como a la gama de subyacentes ofrecidos o de nuevos productos cotizados en el segmento.

Parte del aumento del volumen contratado se debió a la mayor variedad de subyacentes, lo que exigió un esfuerzo en el seguimiento de las acciones corporativas que han dado lugar a numerosos ajustes y, en muchas ocasiones, a amortizaciones anticipadas, debiendo contrastarse en cada caso la adecuada información al mercado sobre los mismos.

Además, este año se registraron diversas aplicaciones de un tamaño anormalmente elevado para este segmento, por lo que han sido objeto de análisis individualizado al objeto de verificar que las mismas correspondían a operativa real de mercado por parte de los clientes.

En abril de 2007 se empezaron a contratar en esta plataforma los *turbowarrants*, a los que se prestó especial atención en dos aspectos: por un lado, a la evolución de la cotización, para detectar posibles asimetrías de sus precios en comparación con *warrants* tradicionales equivalentes y, por otro, al cumplimiento de las obligaciones por parte de los especialistas, dado el elevado volumen de operativa intradía que se efectúa en estos *warrants*.

Por otra parte, bajo la denominación de “certificados” durante 2007 se admitieron productos estructurados más complejos, con incorporación de componentes exóticos, en los que las rentabilidades no se limitan a replicar un subyacente, sino que presentaban diferentes niveles de riesgo y de protección del capital inicialmente invertido. Su contratación también fue objeto de seguimiento con el fin de evitar situaciones no deseadas, sobre todo en los casos en los que recaen dentro de la misma entidad o del mismo grupo las diferentes funciones de emisor, agente de cálculo, intermediario y especialista.

10.1.4. Registro, contrapartida, compensación y liquidación

Iberclear-SCLV

La CNMV ha venido prestando especial atención a la calidad del registro especial de préstamos bilaterales. Con la finalidad de identificar su problemática y de acordar posibles mejoras, en mayo de 2007 se constituyó el Grupo de Trabajo sobre Préstamo de Valores, a instancia de la CNMV². A lo largo del año se avanzó en el establecimiento de las bases de un plan de actuación para garantizar la transparencia y exactitud del registro especial de préstamo de valores. Dichas medidas se centran en lograr la adecuada comunicación de las cancelaciones de préstamos y, sobre todo, de re-préstamos, para evitar que los saldos de operaciones vivas aparezcan incorrectamente acrecentados.

Por lo que respecta a la actividad de liquidación, en 2007 se prestó una especial atención a la liquidación de las operaciones societarias de gran volumen, por el impacto que podría llegar a tener sobre la cotización de las acciones un incumplimiento en la entrega de valores que tuviera que resolverse mediante el procedimiento de recompra. No obstante, este caso no llegó a producirse. Las incidencias registradas fueron mínimas.

Iberclear-CADE

Por lo que respecta a la plataforma CADE, en 2007 se dedicó especial atención a las incidencias producidas con motivo del inicio del sistema de comunicaciones SUC Renta Fija y a la forma en que se resolvieron.

Por otra parte, continuó el seguimiento de las operaciones bilaterales con incidencias en la entrega de valores y se reforzó la supervisión de la actividad de las entidades gestoras, analizando más en profundidad los retrasos y cancelaciones en las comunicaciones a Iberclear de operaciones de terceros.

10.2 Unidad de Vigilancia de Mercados (UVM)

La UVM investiga las situaciones en las que podrían existir conductas tipificadas como abuso de mercado, principalmente de información privilegiada - en su doble vertiente, de posible utilización de la información calificada como privilegiada y de grado de cumplimiento de las normas de conducta aplicables en estas situaciones por parte de los emisores y las entidades que prestan servicios de inversión o de asesoramiento de inversión en los mercados de valores - y de manipulación del mercado, tanto transaccional como informativa.

En el cuadro 10.3 se resumen las actuaciones realizadas en las investigaciones desarrolladas por la UVM durante los años 2006 y 2007:

Como consecuencia de la creciente presencia de inversores extranjeros en los mercados nacionales - generalmente entidades financieras que operan por cuenta de una pluralidad de beneficiarios finales - la UVM ha incrementado el número de soli-

2. Dicho grupo de trabajo está formado por Iberclear, algunas de sus entidades participantes, emisores, ISLA², Sociedad de Bolsas y la propia CNMV.

Actuaciones de la Unidad de Vigilancia de Mercados

CUADRO 10.3

	2006	2007
Personas investigadas	415	639
Personas físicas	236	359
Personas jurídicas	179	280
Actuaciones desarrolladas en las investigaciones	2.227	1.848
Requerimientos	2.128	1.763
Peticiones de colaboración a organismos extranjeros	29	46
Tomas de declaración	48	23
Inspecciones realizadas	22	16
Actuaciones posteriores	5	9
Advertencias y comunicaciones previas de posibles incumplimientos	2	5
Apertura de expedientes sancionadores	3	4

Fuente: CNMV.

citudes de colaboración a los supervisores y reguladores donde radican esos inversores. Estas solicitudes se amparan, generalmente, en acuerdos multilaterales o bilaterales de consulta, cooperación e intercambio de información. Consisten habitualmente en la identificación de los beneficiarios finales y en la realización de actuaciones de investigación de conductas desarrolladas por entidades o personas residentes en países extranjeros. Durante 2007, cabe reseñar dos situaciones respecto de la colaboración internacional:

- Dos de los beneficiarios finales de operaciones realizadas a nombre de entidades financieras extranjeras sobre acciones negociadas en nuestro mercado de valores, identificados gracias a la colaboración de un supervisor extranjero, han resultado ser personas en posesión de información privilegiada referente a esas acciones.
- A partir de una de estas colaboraciones con supervisores extranjeros, se ha puesto de manifiesto la existencia de posibles incumplimientos de normas de conducta de una empresa de servicios de inversión, radicada fuera de nuestras fronteras, por lo que la UVM ha procedido a remitir la documentación e información recabada en la investigación a la autoridad competente.

Las investigaciones de la UVM pueden dar lugar a la realización de actuaciones posteriores por parte de la CNMV, si se estima que las personas investigadas han realizado prácticas que no se adecúan plenamente a las normas en vigor o que las incumplen. Durante el año 2007, estas actuaciones fueron las siguientes:

- Advertencias: el Comité Ejecutivo de la CNMV ha decidido formular cinco advertencias a entidades que han prestado servicios en operaciones corporativas sobre emisores para que, en el marco de situaciones con información no pública, mejoren o cumplan en toda su extensión las normas de conducta establecidas en sus propios Reglamentos Internos de Conducta.
- Aperturas de expedientes sancionadores³: el Comité Ejecutivo de la CNMV ha decidido la apertura de cuatro expedientes sancionadores, incoados a cinco per-

sonas, por posible utilización de información privilegiada o por la comunicación a terceros de la misma.

10.3 Supervisión de las ofertas públicas de adquisición

En materia de ofertas públicas de adquisición, la CNMV analiza el cumplimiento de la normativa aplicable, la información que el oferente debe suministrar a los accionistas y vela por el correcto desarrollo del proceso de la oferta.

Entre los aspectos relevantes de la supervisión de esta materia en 2007 destacan los siguientes:

10.3.1 La nueva regulación

El 13 de agosto de 2007 entró en vigor la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Uno de los objetivos de la citada ley ha sido introducir las modificaciones exigidas para la transposición de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las opas.

El desarrollo reglamentario de la Ley 6/2007 se materializó en el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las opas de valores, que también entró en vigor el pasado 13 de agosto de 2007. Ambas normas introducen importantes modificaciones en nuestra normativa de opas que se describen brevemente a continuación.

Como principal novedad cabría destacar que el sistema tradicional de opa previa e intencional *a priori* se transforma en un régimen de opa a posteriori en el que la obligación de formular una oferta surge cuando se alcanza una participación de control en una sociedad cotizada, esto es, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30%. La nueva normativa también vincula la participación de control y, por tanto, la obligatoriedad de formular una opa, a la designación de la mayoría de los miembros del órgano de administración de la sociedad, aunque no se llegue al 30% de los derechos de voto.

La opa obligatoria por toma de control se configura como una oferta:

- dirigida a la totalidad de valores de la sociedad, de forma que desaparecen las opas parciales obligatorias;
- formulada a un precio equitativo, esto es, a un precio no inferior al más elevado pagado o acordado por el oferente o personas que actúen concertadamente con él durante los 12 meses previos al anuncio de la oferta que, no obstante, podrá ser modificado por la CNMV bajo determinadas circunstancias y
- sin condiciones, salvo las correspondientes a la autorización o no oposición de las autoridades de defensa de competencia.

Cabe destacar que la nueva normativa ha introducido un régimen especial para determinados aumentos en la participación de quien a la entrada en vigor de la nueva Ley tuviese entre el 30% y el 50% de una sociedad cotizada. En estos casos,

será necesario la formulación de una opa obligatoria: (i) cuando se incremente la participación en, al menos, un 5% en 12 meses, (ii) cuando se alcance un porcentaje de derechos de voto superior al 50% o (iii) cuando se adquiera una participación adicional y se designe a más de la mitad de los consejeros de la sociedad.

Bajo el nuevo régimen, se mantienen las opas voluntarias que podrán ser parciales o totales, su precio puede ser distinto del equitativo y pueden vincular su eficacia al cumplimiento de determinadas condiciones. Las primeras podrán ser formuladas por quien no vaya a alcanzar, a resultas de ellas, una participación de control o por quien, ya detentando el control, pueda incrementar su participación sin sujetarse a la obligación de formular opa. Las segundas traerán como consecuencia una opa obligatoria si tras la oferta voluntaria se ha alcanzado el control de la sociedad, salvo que la oferta voluntaria se hubiera formulado a precio equitativo o hubiese sido aceptada por más del 50% de los derechos de voto a los que se hubiera dirigido.

Por lo que se refiere a los mecanismos de defensa frente a las opas, la Ley 6/2007 recoge, en los términos previstos en la Directiva, el principio de pasividad, que establece que los órganos de administración de una sociedad afectada por una oferta deberán obtener la autorización previa de la junta general de accionistas antes de emprender cualquier actuación que pueda impedir su éxito, con la excepción de la búsqueda de otras ofertas.

Por contra, la nueva normativa ha optado por no exigir a las sociedades cotizadas la aplicación de las medidas de neutralización frente a los mecanismos de defensa de las opas que, no obstante, podrán ser adoptadas por la junta de accionistas de las propias sociedades debiendo prever, en ese caso, una compensación para los titulares de los derechos afectados.

En cualquier caso, será de aplicación la regla de reciprocidad, prevista en la Directiva y transpuesta por nuestro ordenamiento, que permite a las sociedades afectadas por una oferta la no aplicación de la regla de pasividad y, en su caso, de neutralización cuando sean objeto de una opa cuyo oferente no aplique las mismas normas o equivalentes y así lo haya autorizado su junta de accionistas.

Como gran novedad, cabe destacar la introducción de los mecanismos de compraventas forzosas (*squeeze out* y *sell out*). La venta forzosa consiste en el derecho del oferente, después de haber realizado una opa por la totalidad de valores, a exigir a los restantes titulares la venta de sus valores a un precio equitativo. En sentido opuesto, la compra forzosa consiste en el derecho que tienen cualquiera de dichos titulares a exigir al oferente la compra de sus valores a ese mismo precio.

Para el ejercicio de las compraventas forzosas es necesario que haya habido una opa dirigida al 100% del capital y que, tras la misma, el oferente posea valores que representen al menos el 90% de los derechos de voto y que, además, la oferta hubiese sido aceptada por al menos el 90% de los derechos de voto a los que se dirigía. El precio de las compraventas forzosas será el de la opa previa y deberán ejercitarse en el plazo máximo de 3 meses desde el fin del plazo de aceptación de la opa.

Por último, también hay que destacar la introducción de novedades en el ámbito de las tomas de control indirectas o sobrevenidas, de las opas de exclusión, de la actuación del oferente desde el anuncio de la oferta, de las opas competidoras y en materia de obligaciones de información.

10.3.2 Supervisión de las opas

La entrada en vigor de la nueva normativa ha traído como consecuencia la necesidad de adaptar el trabajo de supervisión de las opas a las nuevas normas.

Entre los aspectos relevantes de la supervisión en 2007 destacaron los siguientes:

Ofertas autorizadas tras la entrada en vigor de la nueva normativa

En las ofertas autorizadas tras la entrada en vigor de la nueva normativa de opas, el oferente tuvo que adaptar el contenido del folleto explicativo a los requerimientos de la nueva norma, que son más exigentes en cuanto a la información que debe suministrarse.

Además, el folleto de la opa ha servido para recalcar o aclarar determinadas previsiones contenidas en la nueva normativa. Así por ejemplo, la opa formulada sobre Altadis fue voluntaria y el oferente no acreditó que el precio de la oferta cumpliera con las reglas del precio equitativo. En consecuencia, en el apartado de “Introducción y advertencias” previsto en el folleto de la oferta se hizo constar que si, tras la oferta, el oferente adquiriría el control de Altadis (entendido este como el 30% o más de los derechos de voto) pero era aceptada por menos del 50% de su capital social, entonces Imperial Tobacco se vería obligada a formular una opa a precio equitativo y sin condiciones.

En dicho apartado también se indicaba que si, finalmente, Imperial Tobacco adquiriría el control de Altadis, debería formular una opa sobre su filial cotizada Logista en el plazo de tres meses, salvo que en dicho plazo redujese su participación por debajo del 30%, en aplicación de lo dispuesto en el artículo 7.1 del RD 1066/2007.

Como novedades en la tramitación de las opas, es necesario destacar que entre la presentación y autorización de la oferta, la CNMV tiene que declarar, una vez revisada la solicitud de autorización y la documentación presentada, su admisión a trámite en un plazo no superior a los siete días hábiles siguientes a que se complete la documentación complementaria sobre la oferta. La CNMV podrá declarar la no admisión cuando falte documentación, o ésta tenga errores esenciales, y el oferente no lo subsane en plazo.

La introducción del concepto del precio equitativo (artículo 9 del RD de opas) hizo necesario poner un especial énfasis en el análisis de las compras de acciones de la sociedad afectada realizadas por la sociedad oferente y personas con ella concertadas durante los 12 meses previos al anuncio de la oferta. Este fue el caso de las opas sobre Uralita y Aguas de Barcelona, en las que el precio cumplió las reglas de precio equitativo.

Una de las grandes novedades de la nueva normativa ha sido la introducción de las compraventas forzosas. Imperial Tobacco, tras la opa formulada sobre Altadis, y en vista de que se cumplían las condiciones para su ejercicio, decidió, tal y como preveía el folleto de opa, exigir a los accionistas la venta forzosa de sus acciones, lo que se ejecutó el 21 de febrero de 2008. Al objeto de informar al mercado y a los accionistas de Altadis sobre el procedimiento y su calendario, se han publicado diversos hechos relevantes y ha sido necesaria la coordinación de la CNMV, la Bolsa de Madrid, Iberclear, Imperial Tobacco, y las entidades intervinientes en la operación por cuenta de ésta.

Por otra parte, la CNMV en aplicación de la nueva normativa de opas, dispensó a Suez Environnement de formular una opa sobre Aguas de Valencia, tras haber alcanzado el 33,02% de su capital social, al haber otro accionista con un porcentaje de capital superior en Aguas de Valencia.

La dispensa se condicionó a que se mantuviera la situación de que otro accionista tuviera un porcentaje de capital en Aguas de Valencia superior al de Suez Environnement y a que esta sociedad no designara a más de la mitad de los miembros del Consejo de Administración de Aguas de Valencia.

Ofertas por exclusión

En 2007 se autorizaron cuatro ofertas de exclusión, de las cuales tres fueron formuladas por el accionista de control de la sociedad que se excluía. Las ofertas de exclusión de Tele Pizza, Yell Publicidad (antigua TPI) y Hullas del Coto Cortés se realizaron tras una opa previa para la toma de control. En todas ellas se examinaron en detalle los informes de valoración y opiniones emitidos por expertos independientes y se comprobó su respeto a las normas de valoración señaladas en el Reglamento de opas.

Además, y debido al elevado nivel de aceptación de las opas formuladas sobre Riofisa e Industrias del Curtido, ambas sociedades fueron excluidas de negociación sin necesidad de una nueva oferta. Tampoco ha sido necesaria una nueva oferta para la exclusión de Altadis, que quedó excluida de cotización tras el ejercicio por parte de Imperial Tobacco del derecho de venta forzosa anteriormente referido.

Durante la tramitación, especialmente de las opas de exclusión, se han recibido escritos de reclamación de los accionistas, que mostraban discrepancias con el precio ofrecido. Estos escritos han sido analizados y, en muchos de los casos, se les han trasladado a las sociedades oferentes al objeto de que aportasen las informaciones y comentarios que considerasen oportunos.

Ofertas formuladas en varios mercados

De manera paralela a la opa formulada por Enel Energy y Acciona sobre las acciones ordinarias de Endesa cotizadas en las bolsas de valores españolas, se formuló una oferta en Estados Unidos, dirigida a los titulares de ADSs (American Depositary Shares) y titulares estadounidenses de acciones de Endesa, sujeta a la normativa americana y cuya autoridad competente fue la Securities and Exchange Commission (SEC).

La existencia de dos ofertas paralelas supuso un esfuerzo adicional en la tramitación de la oferta y la necesidad de incluir determinada información relativa a la oferta americana en el folleto explicativo de la opa autorizada por la CNMV. Además, hubo que coordinar con el regulador estadounidense el inicio y fin del plazo de aceptación y se tuvieron en cuenta las aceptaciones de la oferta estadounidense para determinar el resultado de la opa.

En la oferta sobre Altadis sus acciones cotizaban en las bolsas de valores españolas y en Euronext París, de forma que la oferta se realizó en España y en Francia. En aplicación de lo previsto en la Directiva de opas y en la nueva normativa española,

al ser Altadis una sociedad con domicilio social en España, la autoridad competente para examinar el folleto explicativo de la oferta y autorizar la misma fue la CNMV y no la Autorité des Marchés Financiers (AMF).

No obstante, en el folleto explicativo de la oferta, cuya traducción se presentó ante la AMF, se incluían las formalidades a seguir en Francia para aceptar la opa y recibir la contraprestación, así como el régimen fiscal aplicable a los residentes fiscales en Francia que aceptasen la oferta.

Comunicaciones de la CNMV

Durante el año 2007 la CNMV ha llevado a cabo diversas comunicaciones con el fin de informar al mercado sobre las opas tramitadas y ordenar su proceso.

En este sentido, con motivo del acuerdo de separación societaria y empresarial suscrito entre los principales accionistas de Metrovacesa, que tenía por objeto separar sus participaciones en la sociedad y su filial Gecina a través de diversas operaciones corporativas que afectaban a ambas sociedades en España y Francia, la CNMV acordó, y así lo informó a través de un comunicado, la coherencia del acuerdo suscrito entre los accionistas de Metrovacesa con lo dispuesto en el reglamento de opas. Además, y según lo previsto en dicho acuerdo, se han presentado dos opas sobre Metrovacesa, la primera de reducción de capital mediante canje de acciones de Gecina en 2007 y la segunda por parte de su principal accionista en efectivo en 2008.

11. Supervisión de entidades

La CNMV afrontó en 2007 una profunda revisión de los sistemas de supervisión de entidades para adaptarlos al nuevo contexto de la regulación determinado por la transposición de las Directivas MiFID y de Adecuación de Capital a través de la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores. Asimismo, cabe destacar la adaptación al Nuevo Plan General Contable de los planes sectoriales de las entidades supervisadas y de los correspondientes desgloses de información (que se prevé que estén en vigor a finales de 2008 para todas las entidades supervisadas).

La transposición de la MiFID cubre la regulación comunitaria de nivel 1 y, parcialmente, la de nivel 2. El resto se efectuará a través de los correspondientes desarrollos reglamentarios. El objetivo de la nueva regulación es reforzar la protección de los inversores, y en especial, de los inversores minoristas. La Ley 47/2007 extiende e intensifica las exigencias de las normas de conducta a las que deben sujetarse las entidades cuando presten servicios de inversión, establece nuevos requisitos organizativos y amplía de forma significativa el número de sujetos supervisados al introducir una nueva categoría de empresa de servicios de inversión: las empresas de asesoramiento financiero. Asimismo, se refuerzan los mecanismos de cooperación nacional e internacional entre supervisores.

Las nuevas disposiciones basadas en la MiFID resultan aplicables a las entidades de crédito en la prestación de servicios de inversión. Asimismo, las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva que hayan sido autorizadas a prestar servicios de gestión discrecional de carteras de inversión, asesoramiento en materia de inversión o custodia y administración de las participaciones de fondos de inversión o acciones de sociedades de inversión, quedan sujetas a las disposiciones sobre requisitos de organización interna, conflictos de interés y normas de conducta de la misma.

La transposición de la Directiva de Adecuación de Capital cubre los aspectos relevantes en dicha directiva para las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito que prestan dichos servicios. La nueva regulación supone una modificación del régimen de solvencia de las primeras, basada en las recomendaciones de Basilea II. También resulta afectado, aunque de manera más limitada, el régimen de supervisión, inspección y sanción de las entidades.

Como se ha indicado, la CNMV ha revisado sus procesos y procedimientos de supervisión para adaptarlos a las reformas en materia de regulación mencionadas. El proceso de adaptación ha puesto un énfasis especial en la supervisión preventiva y en la autodisciplina de las entidades. En este sentido, cabe destacar la revisión del mapa riesgos, una herramienta básica que describe el perfil de riesgo de las entidades y ayuda a determinar la estrategia de supervisión aplicable a cada una de ellas. La revi-

sión ha comportado una mejora de la metodología utilizada, al incorporar de manera explícita una evaluación de las medidas adoptadas por la propia firma para mitigar el riesgo, a través de indicadores que capten la calidad de las funciones de cumplimiento normativo, control de riesgos y auditoría interna de las entidades.

Respecto a las actuaciones supervisoras del ejercicio, la CNMV ha dado prioridad a 1) la evaluación de los procedimientos y mecanismos de control interno de las entidades, 2) la detección de posibles conflictos de interés en la operativa, 3) el segui-

Síntesis de incidencias detectadas en entidades que prestan servicios de inversión

CUADRO 11.1

Área de análisis	Principales incidencias detectadas
Estructura organizativa, medios y procedimientos	<ul style="list-style-type: none"> - Insuficiencia en la organización, medios y procedimientos necesarios para el adecuado control de las actividades a desarrollar y de sus riesgos. - Insuficiente separación de áreas para evitar conflictos de interés. - Deficiencias relativas al establecimiento de medidas para impedir flujos de información entre áreas de actividad separada.
Idoneidad producto / cliente	<ul style="list-style-type: none"> - Deficiencias en cuanto a los criterios utilizados para la segmentación de productos y clientes y establecimiento y actualización de manuales de procedimientos al respecto. - Inobservancia de las limitaciones existentes para la comercialización de determinados productos a clientes no encuadrados en su público objetivo. - Deficiencias en cuanto a la adecuación a los criterios pactados con el cliente, en la prestación del servicio de gestión de carteras.
Actividad publicitaria	<ul style="list-style-type: none"> - Discrepancias entre la información contenida en los folletos, la información publicitaria y la contenida en notas internas o circulares operativas enviadas a la red comercial en relación al perfil de riesgo del cliente, riesgo del producto, y principales características de los mismos.
Obligaciones de diligencia y transparencia	<ul style="list-style-type: none"> - Insuficiencia de medidas que garanticen que la dirección efectiva de las actividades realizadas atienden exclusivamente al interés de los clientes, de forma independiente de los intereses de la entidad o de su grupo, incidiendo en la composición del patrimonio gestionado y la estructura de fuentes de ingresos. - Percepción de comisiones en relación a un servicio de inversión prestado a clientes, de las que no se ha informado adecuadamente a los mismos. Deficiencias en los procedimientos establecidos para evitar potenciales conflictos de interés entre la actividad de colocación, las recomendaciones formuladas por la entidad en su actividad de distribución de análisis financiero y las decisiones de inversión que se adopten para carteras gestionadas.
Obligaciones de información	<ul style="list-style-type: none"> - Inobservancia de las disposiciones relativas a la adecuación de la información a remitir periódicamente a los clientes en relación al servicio prestado.
Gestión de órdenes de clientes	<ul style="list-style-type: none"> - Deficiencias en cuanto a los procedimientos establecidos para la búsqueda de contrapartidas a las órdenes dadas por clientes sobre emisiones propias con escasa liquidez. - Insuficiencia de procedimientos que permitan acreditar documentalmente que las decisiones de inversión a favor de determinados clientes se adoptan con carácter previo a la transmisión al intermediario, así como criterios válidos de distribución o desglose, de forma que no se perjudique a ningún cliente cuando se realizan operaciones para varios de ellos.
Documentación y custodia	<ul style="list-style-type: none"> - Deficiencias en cuanto a la formalización y salvaguarda de documentación identificativa de clientes, documentos de perfilación de los mismos, documentación contractual o documentación soporte de las operaciones ordenadas por aquéllos.
Reglamento interno de conducta	<ul style="list-style-type: none"> - Incumplimiento de las previsiones contenidas en el Reglamento interno de conducta, o existencia de deficiencias en el contenido del mismo, por no ajustarse o no ser adecuado a la naturaleza de las actividades que la entidad o grupo desarrolla.

miento de los procesos de comercialización de instrumentos financieros entre clientes minoristas, 4) los controles sobre la suficiencia de los medios humanos y materiales de las entidades y 5) la comprobación de la existencia de mecanismos adecuados de protección de los activos de los clientes. Como consecuencia de las actuaciones de la CNMV en estas materias, diversas entidades supervisadas han publicado hechos relevantes de subsanación de malas prácticas durante el ejercicio.

11.1 Supervisión de las normas de conducta en la prestación de servicios financieros

Proceso de transposición de la MiFID

En el ejercicio 2008 se abordarán los desarrollos normativos que completarán la transposición de la MiFID en los términos comprometidos en el Plan de Actuación de la CNMV 2007-2008. La parte pendiente tras la aprobación de la Ley 47/2007 corresponde a la Directiva 2006/73/CE, por la que se aplica la MiFID en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión, y que incorpora el detalle de los principios contenidos en la MiFID.

Gran parte de los principios y reglas contenidas en la MiFID, especialmente en lo que se refiere a normas de conducta, se encuentran ya recogidos en nuestras normas internas, por lo que el impacto en el caso español, que cuenta tradicionalmente con unos elevados estándares relativos a normas de conducta y protección de clientes de servicios de inversión, será menor que en el caso de otros Estados miembros.

En línea con la situación comentada, las actividades realizadas por la CNMV en relación con el proceso de transposición y adaptación a la MiFID han sido múltiples y abarcan diversos aspectos:

- Asesoramiento a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera (DGTPE) en el proceso normativo.
- Desde la publicación de la MiFID, participación activa en el desarrollo de medidas de nivel 3 (recomendaciones o principios generales para una aplicación homogénea y precisa de determinados aspectos de la Directiva y armonización de las prácticas supervisoras, fundamentalmente) a través del *Committee of European Securities Regulators* (CESR).
- Continuidad de la línea de colaboración con las entidades iniciada en 2006. En este año, la CNMV remitió un escrito a todas las entidades financieras españolas señalando las novedades de la MiFID y recomendando que preparasen un plan de adaptación a dichos cambios. Como resultado, más de una veintena de entidades han remitido sus planes de adaptación a la CNMV y han puesto de manifiesto sus principales retos y dudas.

Asimismo, en colaboración con el Banco de España, y con el objetivo de conocer las opiniones y problemas que supone la adaptación de las entidades financieras españolas a la nueva normativa, la CNMV ha promovido la creación de un Grupo de Expertos sobre Intermediación Financiera (GEIF) integrado por representantes designados por las asociaciones del mercado (AEB, CECA, Asociación Española de Cajas Rurales, Unión de Cooperativas de Crédito, Sociedad Gestora de FOGAIN e INVERCO).

En el último trimestre de 2007 la CNMV puso a consulta pública, a través de su página *web*, una serie de documentos que contienen pautas generales para la aplicación práctica de la MiFID en relación con diversos aspectos: ámbito de aplicación, incentivos, pasaportes, requisitos organizativos, tests de idoneidad y conveniencia. Estos documentos, previstos en el Plan de Actividades de la CNMV, tienen por objeto facilitar la implantación y adaptación de las entidades a la MiFID y sus normas de desarrollo y en ningún caso tienen carácter normativo. Sus contenidos son el resultado de un amplio debate llevado a cabo no sólo en el ámbito interno de la CNMV, sino también con el sector, representado a través del GEIF. En este proceso se ha mantenido también una estrecha colaboración con el Banco de España. Este primer bloque de documentos será complementado en el futuro si se considera necesario, teniendo en cuenta tanto la transposición pendiente de la Directiva de nivel 2 como las iniciativas y acuerdos alcanzados en el seno de CESR.

Cooperación con otros supervisores en la supervisión de sucursales de ESI y entidades de crédito

La MiFID establece un nuevo régimen para la supervisión de la actividad transfronteriza de las empresas de servicios de inversión en otros Estados miembros de la Unión Europea. Así, en el caso del régimen de libre prestación de servicios, tanto la supervisión de las condiciones de autorización como de las condiciones de ejercicio corresponden al supervisor de origen. En el caso de prestación de servicios a través del establecimiento de sucursales, se confía a la autoridad competente del Estado miembro de acogida la supervisión de determinadas condiciones de ejercicio (normas de conducta, mejor ejecución y gestión de órdenes de clientes, registro y declaración de operaciones, transparencia pre y post negociación) en relación con las actividades realizadas por la sucursal dentro del territorio donde está radicada.

El régimen de la doble supervisión de las sucursales ha generado numerosas consultas y discusiones en el seno de la Comisión Europea sobre aspectos operativos de la supervisión de normas de conducta. Cabe destacar, en particular, las consultas relacionadas con situaciones en las que los clientes no están establecidos en el territorio de la sucursal ni en el de la matriz o cuando una parte del servicio se presta en un territorio y otra parte en otro.

En julio del pasado año, el Subgrupo de Intermediarios Financieros de CESR recibió un mandato de la Comisión Europea para redactar un Memorando de Entendimiento Multilateral (en adelante MoU) que contuviera acuerdos prácticos entre los miembros de CESR para la supervisión de las obligaciones definidas en la MiFID en relación a las sucursales extranjeras. El documento, que ha adoptado la forma jurídica de Protocolo del vigente MoU de CESR y en cuya redacción ha participado la CNMV, fue publicado en octubre. El Protocolo contempla tres tipos de colaboración: intercambio de información, programas de supervisión conjuntos y solicitud de asistencia entre supervisores. La colaboración basada en el intercambio de información se establece como un mínimo que todos los supervisores que firman el Protocolo se obligan a cumplir, mientras que los otros dos mecanismos de cooperación se aplicarán después de negociaciones bilaterales entre los supervisores. La CNMV ha iniciado contactos con algunos supervisores europeos¹ con el objeto de llegar a acuerdos prácticos sobre supervisión de la actividad de sucursales.

1. FSA (Reino Unido), CBFA (Bélgica) y BaFin (Alemania).

11.1.1 Supervisión de las normas de conducta en la prestación de servicios financieros por entidades de crédito

La supervisión del cumplimiento de las normas de conducta en los mercados de valores por parte de las entidades de crédito se ha centrado, hasta la fecha, en la comercialización de instrumentos financieros entre el público minorista, aunque ya se han iniciado revisiones respecto al cumplimiento de dichas normas en otras áreas. El objetivo a medio plazo es la implantación de un sistema de supervisión integral de la prestación de servicios de inversión y servicios auxiliares para estas entidades en el marco de la MiFID. Para ello, en el área de inspecciones *in situ*, se está realizando un importante esfuerzo para adaptar los procedimientos y programas de trabajo al nuevo marco normativo.

La supervisión de la actuación de las entidades de crédito en el mercado de valores se apoya en dos pilares: la exigencia de unos determinados requisitos organizativos, cuya supervisión es compartida con el Banco de España, y el cumplimiento de las normas de conducta para la prestación de servicios de inversión.

En el ámbito de las normas de conducta, la MiFID plantea algunos elementos que no figuraban expresamente, o lo hacían de manera distinta, en nuestra normativa, tales como la clasificación de clientes o el principio de mejor ejecución. En otros casos, refuerza la protección que la normativa anterior garantizaba a los inversores en aspectos como el establecimiento de nuevos requisitos de información, tanto generales como específicos, para los productos ofrecidos o la necesidad de recabar determinada información de sus clientes en función del servicio y producto de que se trate para determinar si el mismo es adecuado al cliente.

Estas nuevas disposiciones vienen a reforzar una de las principales recomendaciones realizadas a las entidades supervisadas en los últimos ejercicios: perfilar a sus clientes minoristas de acuerdo con sus objetivos de inversión y catalogar los productos comercializados tomando en consideración los riesgos inherentes a los mismos. En última instancia, se trata de asegurar una adecuada correspondencia entre los riesgos del producto que se ofrece y el perfil inversor del cliente.

En consonancia con la metodología de supervisión aplicada a otras entidades, el sistema de supervisión de las normas de conducta en la prestación de servicios de inversión por parte de las entidades de crédito se fundamenta en un mapa sectorial o mapa de riesgos, cuya metodología ha sido expuesta en anteriores Informes Anuales.

Durante el pasado ejercicio se ha reforzado la unidad de supervisión de entidades de crédito, dotándola de más medios y creando una unidad adicional de supervisión a distancia. En esta línea, se han iniciado actuaciones puntuales de supervisión a distancia tomando como base tanto reclamaciones o denuncias de inversores admitidas a trámite en la CNMV como actuaciones de otros departamentos de la CNMV o información resultante de la coordinación con otros organismos supervisores como el Banco de España. Asimismo, está previsto que en el corto plazo los resultados de estas actuaciones individuales impulsen la realización de análisis temáticos de tipo horizontal.

Nuevos productos: Contratos por diferencias (CFD)

A raíz del lanzamiento en España de contratos por diferencias (CFD en el acrónimo inglés) y de las consultas recibidas en la CNMV sobre este producto, tanto de la

industria como de los inversores, la CNMV ha considerado necesario realizar un estudio sobre la naturaleza de este instrumento y la normativa aplicable. En el mes de septiembre, la CNMV publicó en su página *web* y remitió a las patronales del sector y a las asociaciones de inversores, los principales criterios/consideraciones en relación con la operativa sobre CFD: naturaleza jurídica, posible exigencia de un folleto de oferta, implicaciones en función de los sistemas de contratación, negociación y liquidación utilizados, normas de conducta aplicables, criterios sobre su publicidad, etc.

Con la publicación de la Ley 47/2007, que transpone la MiFID, las incertidumbres sobre la naturaleza jurídica de estos instrumentos financieros han quedado resueltas. Así, queda fuera de toda duda su inclusión en el ámbito de aplicación de la LMV, al referirse la norma expresamente a este producto, al que considera un instrumento financiero complejo. Tal consideración conlleva en su comercialización la necesaria evaluación de la idoneidad o conveniencia del producto respecto al cliente minorista y, en cualquier caso, obliga a suministrar a los clientes una información detallada sobre los riesgos y otras características del instrumento. El criterio sobre el posible registro de folleto se define en el documento publicado por la CNMV. El resto son consideraciones a tener en cuenta en relación con este tipo de instrumento financiero.

Comercialización de instrumentos financieros emitidos por la propia entidad a clientes minoristas: participaciones preferentes, deuda subordinada, cédulas hipotecarias

En este ámbito, y en línea con la supervisión llevada a cabo en ejercicios anteriores, se han realizado actuaciones centradas en la revisión específica de la comercialización de productos emitidos por la propia entidad que motivaron reclamaciones o consultas de clientes ante la CNMV.

Las principales incidencias detectadas en los procesos llevados a cabo por las entidades se centran en los siguientes aspectos: (i) deficiencias en los procedimientos para la asignación de riesgo a los productos comercializados y, en algún caso, distribución de productos financieros de riesgo elevado entre un público objetivo al que no iban dirigidas dichas emisiones, (ii) deficiente información a la red de distribución sobre los riesgos inherentes a la emisión de referencia, (iii) incidencias en los procedimientos de contrapartida a órdenes de venta de clientes, (iv) deficiencias relativas a la documentación contractual o documentación soporte de las operaciones ordenadas por los clientes y (v), en algún caso, realización de publicidad con carácter previo a la aprobación del folleto de la emisión sin hacer mención en la misma a su posterior publicación y recogida de órdenes de clientes en fechas anteriores al periodo de suscripción establecido en el folleto, sin confirmación posterior.

Algunas de las modificaciones introducidas en la LMV como consecuencia de la transposición de la MiFID y su normativa de desarrollo inciden directamente sobre las deficiencias descritas anteriormente.

11.1.2 Supervisión de las normas de conducta en la prestación de servicios financieros por empresas de servicios de inversión

En los trabajos de supervisión realizados durante 2007 se puso de manifiesto que determinadas empresas de servicios de inversión, o los grupos financieros en los

que se integraban, venían ofreciendo a su clientela, además de sus servicios habituales, algunos no sujetos a la supervisión de la CNMV o de otros supervisores financieros. Tal es el caso de la comercialización a clientes de diversas modalidades de inversión cuyo denominador común es su relación con el sector inmobiliario. En estos casos, teniendo en cuenta que la inversión financiera y la inversión inmobiliaria están sujetas a controles, garantías y mecanismos de protección de la clientela distintos, la CNMV considera necesario que las entidades establezcan una adecuada separación entre ambas actividades y aclaren a la clientela qué servicios no quedan bajo la protección prevista por la normativa del mercado de valores.

De acuerdo con el enfoque de la MiFID, se ha prestado una especial atención a la actividad de comercialización de productos o servicios para clientes no profesionales, con la finalidad de asegurar que en ella quedan adecuadamente protegidos los intereses de estos inversores. En este sentido, cabe destacar que en los trabajos de supervisión *in situ* se han detectado casos en los que las empresas de servicios de inversión comercializaban productos estructurados emitidos, originados o comercializados por intermediarios financieros, generalmente extranjeros, cuyo registro de depósito se realizaba a nombre de la propia empresa de servicios de inversión. Esta práctica supone, en apariencia, un sistema de registro mediante la modalidad de cuenta ómnibus, que puede favorecer el incumplimiento de las restricciones sobre comercialización entre inversores no profesionales, tanto en razón de la inversión mínima como por el establecimiento de limitaciones expresas para su adquisición por los mismos, previstas en el folleto.

Asimismo, en la misma línea de conseguir la adecuada protección del inversor no profesional, se han abordado casos de comercialización de instituciones de capital riesgo de régimen simplificado en los que algunas entidades habían comercializado estos productos entre su clientela minorista, que individualmente no reunía los requisitos de inversión mínima o cualificación personal para poder adquirirlos, mediante esquemas en los que se interponía como adquirente directo un inversor cuyo accionista único tiene categoría de inversor institucional y que posteriormente transfiere su participación a los inversores minoristas finales.

En los casos descritos, atendiendo a la finalidad de la norma, se ha requerido el cese en la realización de esta operativa.

11.2. Supervisión prudencial de las empresas de servicios de inversión (ESI)

A 31 de diciembre de 2007 se encontraban bajo supervisión de la CNMV un total de 111 empresas de servicios de inversión (99 sociedades y agencias de valores y 12 sociedades gestoras de carteras). Adicionalmente, la CNMV tiene responsabilidades de supervisión sobre 52 grupos consolidables de empresas de servicios de inversión.

Como se ha indicado, el proceso de supervisión se realiza en función del perfil del riesgo de cada entidad. Todas ellas tienen asignadas un equipo de seguimiento que revisa, a distancia o *in situ*, la información remitida: balance, cuentas de resultados, informaciones complementarias, información sobre riesgos, informes de auditores externos, informe sobre el grado de cumplimiento de las normas de control interno, reclamaciones y denuncias de los inversores, etc. El análisis se realiza tanto a escala individual como, en su caso, para el grupo consolidable, sobre una base continua, que proporcione un conocimiento sistemático y actualizado de cada entidad y su grupo consolidable.

Supervisión de ESI: requerimientos remitidos por la CNMV en 2007

CUADRO 11.2

Tipo de requerimiento	Actuaciones		
	A distancia	In situ	Total
Por información fuera de plazo	136	-	136
Solicitud de información	67	67	134
Medidas correctoras o recomendaciones	79	54	133
Otras comunicaciones	48	18	66
Total	330	139	469

Fuente: CNMV.

El número de requerimientos o escritos informativos enviados a las entidades se redujo respecto al ejercicio anterior en un 39%. Una parte del descenso se explica por la labor de la Sociedad Gestora del Fondo de Garantía de Inversiones (Fogain), que ayudó a difundir entre el sector los criterios de la CNMV. En particular, cabe destacar los escritos remitidos por el Fogain a las entidades acerca de las siguientes materias:

1. Consideraciones relativas a aspectos regulados en la OM EHA/848/2005, de 18 de marzo, por la que se determina el régimen de inversión de los saldos de las cuentas acreedoras de carácter instrumental y transitorio que las sociedades y agencias de valores mantienen con sus clientes.
2. Enfoques y plazos para la adaptación al Nuevo Plan de Contabilidad de las Circulares contables de la CNMV que afectan a entidades supervisadas.
3. Consideración de la cartera de acciones de la Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A. a efectos contables y para el cálculo de los recursos propios exigibles de las empresas de servicios de inversión.
4. Proceso de valoración conjunta a nivel europeo de las agencias de calificación S&P, Fitch y Moody's para el cálculo de requerimientos de capital de las ESIS.

Margen de cobertura de los recursos propios de las ESI sobre el coeficiente de solvencia¹

CUADRO 11.3

	Exceso		Número de entidades según porcentaje del exceso									
	Importe ²	% ³	<50% ⁴	<100%	<150%	<200%	<300%	<400%	<500%	<750%	<1000%	>1000%
Sociedades de valores	1.033.622	418,27	2	5	3	0	8	5	5	7	4	7
Miembros de bolsa	929.954	418,76	1	3	2	0	4	5	4	6	4	7
No miembros de bolsa	103.668	413,91	1	2	1	0	4	0	1	1	0	0
Agencias de valores	125.097	202,59	10	11	6	4	9	2	2	5	1	3
Miembros de bolsa	23.445	368,63	1	1	0	1	1	2	0	1	0	1
No miembros de bolsa	101.652	183,53	9	10	6	3	8	0	2	4	1	2
Sociedades gestoras de cartera	14.167	61,18	3	2	2	2	1	0	0	0	0	1
Total	1.172.886	353,25	15	18	11	6	18	7	7	12	5	11

Fuente: CNMV.

1. Datos a 31 de diciembre de 2007.

2. Miles de euros.

3. El porcentaje medio se obtiene ponderando por los recursos propios exigibles de cada entidad. Es un indicador del número de veces, en términos porcentuales, que el exceso contiene a los recursos propios exigibles en una entidad promedio.

4. Incluye Sociedades y Agencias dadas de alta, que no han remitido información.

5. Publicación, en fase de consulta por la CNMV, del borrador de la Circular de Solvencia.

Los resultados del sector de ESI se han incrementado en un 27% respecto al ejercicio anterior (véase el capítulo 7). Asimismo, continúa la tendencia decreciente en cuanto al número de entidades en pérdidas. Así, en el 2007, cerraron el ejercicio en tal situación nueve de las 110 entidades del sector, frente 14 de las 119 existentes a finales de 2006.

Por otra parte, como se aprecia en el cuadro 11.3, las entidades dispusieron de un confortable margen de cobertura sobre los recursos propios exigibles, que se incrementó en un 18% respecto al ejercicio anterior.

Nuevo régimen de solvencia de las sociedades gestoras de carteras

Con el objetivo de adaptar los requisitos exigibles sobre el mantenimiento de recursos propios mínimos de las SGC, con fecha 17 de marzo de 2007 se publicó el Real Decreto 364/2007, por el que se modificaban, entre otras normas, el Real Decreto 1343/92, de 6 de noviembre, de desarrollo de la Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras y el RD 867/2001, de 20 de julio, sobre el régimen jurídico de las ESI.

Con la modificación del apartado 2 del artículo 15 del Real Decreto 867/2001, de 20 de julio, sobre el régimen jurídico de las ESI, las exigencias de recursos propios por mantenimiento de carteras gestionadas quedaron establecidas de la siguiente manera: *“cuando una empresa de servicios de inversión realice, conforme a lo previsto en su programa de actividades, el servicio de gestión discrecional de carteras, sus recursos propios computables no podrán ser, en ningún momento, inferiores al 5 por mil del volumen de la cartera gestionada”*.

Por otro lado, se incluyó una nueva disposición final cuarta en el RD 1343/92, que establecía que *“toda referencia hecha en el presente Real Decreto y en sus normas de desarrollo a las sociedades y agencias de valores deberá entenderse realizada a las empresas de servicios de inversión definidas en el artículo 64 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores”*.

Lo anterior significa tanto la aplicación de un nuevo método de medición de los recursos propios computables, diferente al aplicado hasta ese momento en base a la definición de fondos propios que estable la LSA, como el cálculo de los recursos propios exigibles según lo establecido en el artículo 43 del Real Decreto 1343/92.

La supervisión prudencial hace especial hincapié en el cumplimiento de los requisitos de solvencia, de diversificación de riesgos y las disponibilidades de liquidez. A este respecto, cabe destacar por segundo año consecutivo el descenso del número de incumplimientos. Varias sociedades gestoras de carteras incumplieron solvencia debido al cambio en la regulación aplicable.

La aplicación de la circular 5/2006, de 25 de octubre, de Iberclear (véase capítulo 4) supuso un aumento de la fianza a depositar por parte de algunas entidades, con la consiguiente repercusión en sus costes operativos. La CNMV realizó un estrecho seguimiento de la materialización de las fianzas por parte de las SAV, su correcto reflejo contable y la asunción de riesgos.

En cuanto a la supervisión prudencial, en la revisión de los procedimientos de control de la actividad de las entidades supervisadas, en línea con los principios de supervisión de solvencia actuales. La disponibilidad de adecuados procedimientos de control resulta particularmente relevante en momentos de dificultad en los mercados financieros, como los que se iniciaron con la crisis de las hipotecas de alto riesgo norteamericanas.

Como se comenta en el capítulo 1, las ESI no se vieron afectadas de forma directa por dicha crisis, dada la ausencia de productos estructurados relacionados con el mercado hipotecario norteamericano en sus carteras de negociación. No obstante, en una entidad, una parte de su clientela sí mantenía posiciones con un riesgo relevante en los momentos de mayor virulencia de dicha crisis que los sistemas de control de la entidad no evaluaron apropiadamente. La materialización de dicho riesgo generó pérdidas que, al no poder ser asumidas por los clientes debido a su magnitud, se trasladaron a la entidad.

11.2.1. Supervisión de la solvencia

Como se ha indicado, la modificación de la Ley del Mercado de Valores aprobada el pasado 30 de noviembre incorpora al ordenamiento jurídico español la Directiva de Adecuación de Capital (DAC II) en lo referente a las ESI. El Real Decreto de recursos propios de entidades financieras², aprobado en 2008, desarrolla la Ley del Mercado de Valores en lo referente a esta Directiva y habilita a la CNMV a concretar o extender su contenido. La CNMV ya ha elaborado un borrador de Circular de recursos propios, que ha sido sometido a consulta pública en la *web* de la CNMV hasta el 31 de enero de 2008. Debe señalarse, no obstante, que aún se halla pendiente la Orden Ministerial que resulta precisa para la implantación de la Circular.

El borrador elaborado por la CNMV se inspira en los criterios adoptados por el Banco de España, remitiendo en determinados capítulos a la norma de este organismo, como es el caso de todo lo referente a la utilización de modelos internos. El borrador trata de mantener o aumentar el nivel de solvencia actual de las entidades. Así, se han añadido a los requisitos exigidos por la Directiva, los actualmente vigentes en cuanto a la exigencia del 5 por mil de las carteras gestionadas. Igualmente, no se prevé hacer uso de la opción de eximir a las agencias de valores y sociedades gestoras de carteras del cálculo de exigencias por riesgo operacional que ofrece la Directiva, lo que se traducirá en un incremento de las exigencias de recursos propios para numerosas entidades.

Además del cambio en los requisitos mínimos de capital (el denominado Pilar I), existen nuevas obligaciones: la revisión del supervisor (Pilar II) y la difusión de información o disciplina de mercado (Pilar III). En la LMV se recogen estas obligaciones. En primer lugar, el artículo 70 bis obliga tanto a los grupos consolidables

como a las ESI no integradas en ninguno de estos grupos a hacer pública, al menos anualmente, determinada información sobre su situación de solvencia. En segundo lugar, el artículo 87 bis establece que la CNMV se encargará de revisar los sistemas utilizados por las entidades para aplicar las normas de solvencia, evaluar los riesgos a los que las mismas puedan estar expuestas y determinar, a la luz de los anteriores controles, si las ESI pueden garantizar una sólida gestión y cobertura de sus riesgos.

Por último, el artículo 91 bis recoge la obligación de la CNMV de facilitar a las autoridades competentes de otros Estados miembros de la UE interesadas, cualquier información que sea esencial para el ejercicio de sus tareas de supervisión.

Transposición de la DAC II. Supervisión de la solvencia de ESI

La DAC II es muy extensa en contenido y articulado, con un elevado número de anexos que incluyen concreciones técnicas de aplicación, lo que la convierte en uno de los textos comunitarios con mayor grado de desarrollo y detalle. Esto responde al principal objetivo de la Directiva: garantizar la estabilidad de los mercados financieros internacionales mediante la prevención del riesgo sistémico derivado de situaciones de crisis en los grandes intermediarios (en su mayoría, grandes bancos de dimensión internacional). Para alcanzar este objetivo se instrumenta un sistema armonizado de medición de riesgos y cálculo de las necesidades de capital ajustada a éstos.

Lo anterior explica que haya habido una participación muy significativa a lo largo de todo el proceso por parte de los grandes grupos financieros, especialmente los de naturaleza bancaria, así como por parte de los supervisores de solvencia bancaria integrados en el Comité de Basilea, pero con una menor participación de las empresas y de los supervisores de los mercados de valores.

En este contexto, es importante indicar que España es, junto con Grecia y Chipre, el único Estado Miembro de la UE que mantiene un régimen de supervisión prudencial (autorización y solvencia) por autoridades competentes distintas para las entidades de crédito y valores. Esto ocurre aún cuando el grueso de la actividad en los mercados de valores y el mercado minorista están concentrados en las entidades de crédito, captados de forma directa o indirecta a través de filiales.

Este esquema, en el que coexisten dos supervisores de solvencia (entidades de crédito y ESI), genera claras ineficiencias, tanto en el proceso de adaptación normativo, como en su aplicación práctica.

En primer lugar, el desarrollo normativo resulta redundante ya que supone elaborar por duplicado, para una misma Directiva, los desarrollos normativos aplicables a las entidades de crédito por el Banco de España y a las ESI por la CNMV. Ello implica que se pierden economías de escala.

Por otra parte, la escasa relevancia de la realidad económica a la que afecta esta normativa aplicada a las empresas de servicios de inversión, aumenta las ineficiencias derivadas de la existencia de dos supervisores en este ámbito. Puede destacarse que la suma de los recursos propios de todas las sociedades y agencias de valores, excluyendo las pertenecientes a grupos bancarios es de

595 millones de euros a 31-12-2007, lo que representa escasamente el 0,41% del total de recursos de entidades de crédito. La ESI con mayores recursos propios ocuparía el puesto 48 en el ranking de entidades financieras.

Por ello resulta ineficiente la existencia de un supervisor de solvencia de ESI (la CNMV) cuyo ámbito se limita a una parte absolutamente marginal del sistema financiero desde la óptica de la solvencia, no así de la conducta, pero que, sin embargo, debe abordar unos desarrollos normativos equivalentes a los que aplica el supervisor básico de solvencia (el Banco de España).

En este contexto resulta pertinente reflexionar sobre cambios en el modelo supervisor que permitan aprovechar en mayor medida las sinergias derivadas de las funciones de supervisión, tanto en el ámbito de la solvencia como en el de la conducta. Debe destacarse la importancia de reflexionar sobre los efectos que ello genera y las posibles alternativas para reducir sus ineficiencias.

11.3 Supervisión de las instituciones de inversión colectiva

En el ámbito de las IIC los principales objetivos de la supervisión, con independencia de la forma en que tales objetivos se supervisen (controles a distancia o inspecciones *in situ*) son: la verificación del cumplimiento de los coeficientes legales y de la aptitud de las inversiones, la suficiencia de medios y adecuación de los controles internos de las entidades, la prevención de los conflictos de interés, la adecuación de la información que se proporciona al inversor y el cumplimiento de las funciones de control encomendadas al depositario.

La normativa de IIC establece unos requisitos mínimos de diversificación de las carteras, limita la tipología de los activos en los que pueden invertir este tipo de entidades y establece unos coeficientes mínimos de liquidez para atender los reembolsos sin tener que acudir a desinversiones no basadas en criterios de gestión. Adicionalmente, la normativa exige a este tipo de instituciones mantener un patrimonio y número de partícipes mínimo que asegure el carácter colectivo de las IIC. La verificación del cumplimiento de estas restricciones supone uno de los objetivos básicos de la supervisión realizada sobre estas instituciones.

Por otra parte, la configuración actual del sistema financiero español, en el que predominan grupos financieros de gran tamaño, hace relativamente frecuente encontrar casos en que la entidad gestora y la depositaria de los fondos están integradas en un mismo grupo financiero que presta todo tipo de servicios relacionados con los mercados de valores. Por ello, muchas de las actuaciones de supervisión se dirigen a prevenir los potenciales conflictos de interés que pueden surgir entre estas entidades, con el fin de asegurar que las decisiones de las sociedades gestoras se realizan, exclusivamente, en el interés de los accionistas o partícipes.

Las actuaciones durante este ejercicio también se centraron en la verificación de la suficiencia de medios y controles internos disponibles en las entidades gestoras y depositarias, ya que gran parte de las situaciones de riesgo potencial identificadas en las labores de supervisión se deben a la falta de medios suficientes para el correcto desempeño de las funciones y obligaciones atribuidas por la normativa a este tipo de entidades. Dentro de este apartado, cabe destacar la supervisión de los requisitos

de solvencia de las entidades gestoras y el cumplimiento de los límites de diversificación de sus propias inversiones.

Asimismo, la normativa permite que las IIC realicen determinadas operaciones como la utilización de instrumentos financieros derivados o la inversión en valores con menor liquidez siempre que se proporcione una información adecuada al inversor. Por ello, supervisar que la información facilitada al inversor en relación a estos aspectos sea correcta, suficiente y entregada a tiempo adquiere gran importancia para garantizar su protección efectiva.

Finalmente, es importante destacar la verificación del cumplimiento de las funciones encomendadas por la normativa a las entidades depositarias, no solo en relación con su función típica de custodia de activos, sino también respecto a la función de supervisión y vigilancia de la actuación de la entidad gestora en relación a determinadas áreas especialmente sensibles como la revisión de los procedimientos de cálculo del valor liquidativo, los flujos de fondos asociados a operaciones de suscripción y reembolso, la realización de operaciones a precios de mercado, el cumplimiento de los coeficientes y la exactitud de la información facilitada a la CNMV y a los inversores.

La CNMV tiene establecidos dos enfoques de supervisión complementarios (a distancia e *in situ*) basados en los perfiles de riesgo de cada entidad, tendentes a verificar el adecuado cumplimiento de los objetivos expuestos. En 2007, como resultado de las actuaciones de supervisión realizadas, se enviaron 690 escritos a las entidades supervisadas (véase cuadro 11.4). Del total de escritos, 175 correspondían a requerimientos por información presentada fuera de plazo, lo que, considerando el número de entidades inscritas y las obligaciones de información que cada una de ellas tiene frente a la CNMV -informes periódicos, auditorías y estados reservados- implica un grado elevado de cumplimiento de los plazos establecidos.

Por su parte, se enviaron 320 escritos solicitando a las entidades información necesaria adicional para la tarea de supervisión distinta de la disponible con carácter general. La mayor parte de los escritos (300) correspondieron a solicitudes del área de Control a Distancia pues, al efectuar los análisis fuera de la sede social de las entidades, resulta necesario en todo caso formalizar por escrito las solicitudes de información, lo que no necesariamente ocurre cuando se trabaja en las entidades, pues en tales casos lo habitual es recibir la información solicitada de una manera más ágil.

Finalmente, se enviaron 176 escritos solicitando a las entidades la adopción de mejoras. Si bien la mayor parte de ellos correspondieron a requerimientos del área de Control a Distancia, debe considerarse que éstos suelen referirse a un único aspecto (que habitualmente ha sido el objeto del análisis), en tanto que los requerimientos del área de Control *in situ* suelen reflejar todas las incidencias detectadas en la inspección a la entidad.

Supervisión de la imputación de la retrocesión de comisiones

Durante el año 2006, la CNMV supervisó la correcta aplicación de la normativa de IIC en lo referente a la imputación de la retrocesión de comisiones por inversiones de IIC en otras IIC, para verificar que dicha retrocesión estaba siendo imputada a las IIC inversoras en caso de ser fondos. Respecto a las

SICAV, se comprobó que, de no realizarse la imputación a la propia sociedad, se estaba informando adecuadamente a los inversores.

Asimismo, también se supervisó la inversión en clases de participaciones institucionales, de menores comisiones, en lugar de invertir en clases minoristas, de mayores comisiones, cuando por volúmenes de inversión se superaban los umbrales mínimos que permitían acceder a las primeras.

El cumplimiento satisfactorio de estos preceptos de la normativa por parte del sector de IIC a raíz de las actuaciones supervisoras mencionadas se ha visto completado en 2007 por la realización de compensaciones realizadas por las entidades. El objeto de estas compensaciones ha sido resarcir a los inversores del perjuicio ocasionado por las malas prácticas identificadas por la CNMV en relación a la no imputación en los años anteriores a las IIC inversoras de las retrocesiones de comisiones procedentes de inversiones en otras IIC.

Las compensaciones fueron realizadas por ocho entidades de conformidad con la CNMV, siendo el perjuicio global objeto de esta compensación de 9.937.958,48 €, cantidad que, según el caso, se ingresó a los fondos o a los inversores afectados. Las compensaciones fueron acompañadas por un hecho relevante explicativo de la mala práctica en la que se había incurrido y de las medidas correctoras adoptadas. Adicionalmente, una entidad fue sancionada por comisión de una infracción grave por el incumplimiento de la normativa mencionada, imponiéndose una multa de 1.000.000 €.

Supervisión de las IIC: requerimientos remitidos por la CNMV en 2007 CUADRO 11.4

Tipo de requerimiento	Actuaciones		Total
	A distancia	<i>In situ</i>	
Por información fuera de plazo	175	-	175
Solicitud de información	300	20	320
Medidas correctoras o recomendaciones	119	57	176
Otras comunicaciones	15	4	19
Total	609	81	690

Fuente: CNMV.

A continuación se presentan las principales actuaciones de supervisión realizadas durante el ejercicio 2007.

11.3.1 Supervisión de requisitos prudenciales de las IIC y sus gestoras (SGIIC)

Control de la legalidad

Como cada año, la verificación del cumplimiento de los coeficientes legales constituye uno de los objetivos básicos de las labores de supervisión realizadas en el ámbito de las instituciones de inversión colectiva.

En este sentido, en 2007 se prestó una atención especial al cumplimiento de los requisitos mínimos de patrimonio y participes en fondos de inversión y de capital y accionistas en el ámbito de las SICAV, incluyendo en este análisis la verificación de los límites de autocartera. Paralelamente, se revisó el cumplimiento del coeficiente de liquidez, a través del cual se garantiza la disponibilidad de saldos líquidos suficientes para atender los reembolsos de forma que no sea necesario efectuar desinversiones no justificadas por criterios de gestión, así como el cumplimiento de los coeficientes de diversificación y de los límites legales previstos a la operativa con productos derivados.

Al mismo tiempo, y a través de la revisión de las comunicaciones de incidencias que periódicamente son recibidas de las entidades depositarias, se realizó un seguimiento del cumplimiento de las obligaciones de supervisión y vigilancia de las actuaciones de las SGIIC atribuidas a los depositarios en la normativa.

Solvencia de las SGIIC

La CNMV continuó realizando un seguimiento explícito de la situación económica y financiera de las entidades con el fin de anticipar posibles problemas de solvencia en las mismas o bien de solicitar planes de subsanación cuando se detectaron incumplimientos. Para efectuar dicho análisis se consideran diversos parámetros entre los que destacan los siguientes: el defecto o la escasez de superávit de recursos propios, la reducción del porcentaje de patrimonio contable sobre el capital social, la valoración de la cuenta de pérdidas y ganancias (importe de las pérdidas, origen de las mismas, obtención de beneficios por actividades distintas a la habituales de las SGIIC), el periodo de tiempo que la SGIIC tardaría en presentar un defecto de recursos propios o un desequilibrio patrimonial por presentar pérdidas o por sufrir un incremento significativo de recursos propios exigibles y, finalmente, el análisis de la reducción de la actividad de la entidad por el descenso del patrimonio gestionado.

Adicionalmente, se realizaron análisis sobre el cumplimiento de los coeficientes legales y de suficiencia de medios organizativos para realizar sus funciones.

11.3.2 Gobierno corporativo, medios, procedimientos, control interno y conflictos de interés

Análisis de rentabilidades

El procedimiento seguido para la detección de rentabilidades atípicas consiste en la construcción de un índice de referencia diario para cada IIC a partir del cual se construye la rentabilidad teórica de cada institución. Mediante el análisis de las diferencias que superan un determinado número de desviaciones típicas, se seleccionan los valores liquidativos a analizar.

La construcción del índice de referencia se realiza con base en la distribución del patrimonio y duración modificada de la cartera de contado de cada IIC, datos que se obtienen de los estados reservados, y en la evolución diaria de los índices de mercado asociados a la composición de dicha cartera. Mediante técnicas de regresión entre el índice y la rentabilidad real del fondo, se obtienen las rentabilidades teóricas diarias para cada institución.

El objetivo de este análisis continúa siendo la detección de deficiencias en los procedimientos y controles internos de las entidades gestoras. Un determinado procedimiento o control es calificado de deficiente cuando se detectan reiteradas rentabilidades atípicas motivadas por el mismo error: contable, de valoración de un determinado tipo de activo o de imputación incorrecta de gastos. No obstante, hay que tener en cuenta que una institución puede haber obtenido una rentabilidad calificada como atípica y estar perfectamente explicada por la composición de su cartera o por las operaciones realizadas ese día, o bien deberse a un error puntual en la contabilización o valoración de un activo. En este último caso se cuantifica el impacto sobre el patrimonio y, en caso de ser significativo o haber afectado a partícipes, se solicita a la gestora que indique las medidas que piensa adoptar para solucionarlo.

Adicionalmente, este análisis también permitió detectar incumplimientos normativos, ya que una rentabilidad atípica puede deberse a la inversión en activos no aptos o a incumplimientos de la política de inversión de la institución. Sus conclusiones constituyen uno de los principales factores a tener en cuenta en la elaboración del mapa de riesgos de las entidades gestoras.

Valoración de activos de renta fija

El origen de la actual crisis financiera originada por el incremento de impagos de préstamos hipotecarios *subprime* en EE.UU., que se hizo evidente en agosto de 2007, provocó un importante descenso en la liquidez de determinados mercados, principalmente de renta fija privada, y un incremento generalizado de los *spread* de crédito debido a la incertidumbre generada por el desconocimiento de la magnitud de la exposición de las distintas entidades financieras a esta crisis.

Partiendo de la situación de las carteras de las IIC con anterioridad al inicio de la crisis, se efectuó un análisis del impacto que los acontecimientos producidos a raíz de la crisis crediticia podría tener sobre dichas IIC en meses posteriores. Adicionalmente, se llevó a cabo un análisis sobre la valoración que las gestoras estaban aplicando a las inversiones en renta fija privada durante el segundo semestre del año con el objetivo de verificar la razonabilidad de las mismas.

Asimismo, se efectuó un análisis para cuantificar las inversiones de las IIC en productos de reducida liquidez. El análisis de la distribución del patrimonio de los fondos de inversión reveló que el 37% del mismo se encontraba materializado en instrumentos de renta fija privada, que es donde el volumen de productos potencialmente menos líquidos es mayor. No obstante, de este porcentaje, los valores sobre los que se disponía de precios de mercado para efectuar su valoración era elevado, ya que alcanzaba el 84% del total de estas inversiones. Para el resto, tal y como establece la normativa aplicable, deben utilizarse métodos de valoración alternativa.

Las inversiones en titulación de activos (que forman parte de la cartera de renta fija privada) concentraban el 11% del patrimonio de los FI, representando los tramos no subordinados (es decir, los de mayor calificación crediticia) el 68% de las inversiones en este tipo de activos.

Junto con los análisis anteriores, se llevó a cabo una revisión de todas las operaciones de compraventa de activos realizadas por las instituciones de inversión colectiva durante el segundo semestre de 2007, prestando especial atención a

aquellas efectuadas entre entidades vinculadas con el fin de constatar que las operaciones se realizaron a precios de mercado y en interés de las propias instituciones.

Inversión en otras IIC

Se llevó a cabo un seguimiento específico de las IIC españolas que pudieran verse afectadas por la suspensión de las suscripciones y reembolsos de algunas IIC extranjeras, como consecuencia de la situación creada por la crisis del mercado hipotecario norteamericano, mencionada en el punto anterior.

Como resultado del citado análisis, se puso de manifiesto que únicamente una SGIIC se vio obligada a realizar reembolsos parciales en los términos establecidos por el artículo 48.7 del RIIC, al tener invertido más del 5% del patrimonio en una IIC extranjera que suspendió las suscripciones y reembolsos. En los casos en que se detectó que la inversión era inferior al 5% del patrimonio de la institución, se instó a las SGIIC a que publicase un hecho relevante, de acuerdo con lo establecido en los artículos 19 de la LIIC y 28.1 del RIIC, garantizando la máxima transparencia a los partícipes, actuales y potenciales.

Análisis de la liquidez de los activos de renta variable en cartera de fondos de inversión

Además de verificar el cumplimiento de las políticas de inversión definidas en el folleto informativo de las instituciones, la CNMV analizó la idoneidad de los sistemas internos que utilizan las entidades gestoras para controlar la profundidad del mercado de aquellas instituciones de inversión colectiva que mantenían unos mayores porcentajes de cartera invertidos en valores de baja y mediana capitalización, con el fin de procurar una liquidación ordenada de las posiciones a través de los mecanismos normales de contratación.

Los resultados del análisis permitieron concluir que, con carácter general, las entidades gestoras contaban con sistemas de control adecuados para relacionar los volúmenes de negociación habituales de cada valor en el que invertían y el volumen invertido por el conjunto de las instituciones gestionadas, con el fin de permitir una liquidación ordenada de las posiciones que, en la mayoría de los casos, no superaría el plazo de un día.

Análisis de colocaciones y ofertas públicas de adquisición

Durante 2007 se realizaron varios análisis sobre las colocaciones de títulos en las que había intervenido alguna sociedad perteneciente al grupo de la entidad gestora, como aseguradora o colocadora, con el fin de detectar posibles conflictos de interés.

Análisis de los valores liquidativos aplicados a vencimiento del periodo de garantía

A pesar de que los fondos garantizados a vencimiento cuentan con una serie de mecanismos que contribuyen a reducir de forma significativa el riesgo de liquidaciones

erróneas, como la exigencia de un agente de cálculo o la publicación de un hecho relevante en el caso de que haya que ejecutar la garantía al no haber alcanzado el fondo su objetivo de rentabilidad garantizado, se efectuó un análisis sobre los valores liquidativos a vencimiento con el fin de confirmar la inexistencia de problemas.

El análisis se centró en los fondos garantizados de renta variable ya que son los que mayor complejidad entrañan a la hora de calcular el valor liquidativo a vencimiento al depender normalmente de varios subyacentes (acciones, índices bursátiles, divisas u otros fondos de inversión). Los fondos garantizados de renta fija, que aseguran junto con el capital invertido un rendimiento fijo a vencimiento, no presentan estos problemas ya que el inversor puede estimar esa rentabilidad con base en la TAE que contiene el folleto del fondo.

Se comprobó que todas las observaciones necesarias para calcular la revalorización de los diferentes índices, acciones, etc... fueran correctas y se recalculó el valor liquidativo garantizado verificando que coincidía con el facilitado por la gestora. No se detectó ninguna incidencia en el cálculo del valor liquidativo final garantizado para ninguno de los fondos analizados.

11.3.3 Información a inversores

La regulación de las IIC prevé el envío a la CNMV de los informes de auditoría y cuentas anuales, información que debe ser entregada a los inversores como parte del informe anual. Dicha información se completa con las recomendaciones efectuadas por los auditores y el informe sobre el grado de cumplimiento de la memoria de control interno. Todos estos documentos resultan fundamentales para el desarrollo de las funciones de supervisión que la CNMV tiene encomendadas y, por ello, se prestó especial atención a la revisión de su forma y contenido, así como al cumplimiento de los plazos de presentación establecidos.

11.3.4 Supervisión de gestoras de IICIL e IIC de IICIL

Para adaptar las técnicas de supervisión a las demandas de las nuevas IIC y cumpliendo con el compromiso asumido por la CNMV en el Plan de Actividades para 2007 y 2008, en el cuarto trimestre de 2007 se inició la supervisión *in situ* de las gestoras de instituciones de inversión colectiva de inversión libre, conocidas internacionalmente como *hedge funds*.

Los aspectos objeto de especial revisión fueron los siguientes:

- Procedimientos de *due diligence*. La CNMV verificó que los procedimientos de *due diligence* para la evaluación y análisis de las inversiones que realizan las IIC de IICIL, y que tienen por objeto determinar los riesgos operacionales que supondría la inversión, contemplaban la revisión de todos los aspectos exigidos por la normativa (norma 10ª de la Circular 1/2006, de la CNMV, sobre instituciones de inversión libre), que habían sido acordados con el depositario y aprobados por el Consejo de Administración de la gestora y que se cumplieran de forma efectiva en la selección de las IIC en las que se invierte.
- Experiencia del Consejo de Administración. Las sociedades gestoras deben contar, en su Consejo de Administración o entre sus directivos o asimilados, con personas que tengan una experiencia adecuada al tipo de gestión que pretendan realizar.

- Sistemas de medición y control de riesgos. Las sociedades gestoras deben contar con sistemas de medición y control de riesgos adecuados a las estrategias de inversión concretas que vayan a llevar a cabo. Estos sistemas deben medir la exposición actual y potencial al riesgo, especialmente en el caso de IIC de IL cuando realicen operaciones que impliquen apalancamiento u operaciones con valores no cotizados, instrumentos financieros ilíquidos o derivados de valoración compleja, o ventas en descubierto.
- Cálculo del valor liquidativo. Se deben aplicar los principios básicos y criterios generales de valoración establecidos para las IIC de carácter financiero, cumpliendo en todo caso las reglas específicas que al respecto establece la Circular 1/2006, de la CNMV, sobre instituciones de inversión libre.
- Documento de consentimiento. El inversor debe firmar necesariamente dicho documento, mediante el cual manifiesta que conoce los riesgos inherentes a la inversión en este tipo de instituciones.

11.3.5 Supervisión de los depositarios de IIC

Durante 2007 la CNMV continuó la realización de visitas *in situ* a depositarios de IIC. Estas visitas, que se realizan en coordinación con el Banco de España cuando afectan a entidades de crédito, tienen por objeto fundamental verificar si los depositarios disponen de los medios adecuados para cumplir con las funciones de supervisión y control de la gestión de las IIC que la normativa les atribuye.

También se analizó si el depositario cumplía adecuadamente su función de depósito y administración de los valores pertenecientes a la IIC, en especial, si junto con la gestora se habían establecido los mecanismos y procedimientos adecuados para garantizar que, en ningún caso, la disposición de los activos de la IIC se hiciera sin su consentimiento y autorización.

Adicionalmente, la CNMV continuó las revisiones a distancia de los procedimientos para el cumplimiento de las funciones que la normativa de IIC encarga a sus depositarios de IIC, así como de los medios materiales y humanos disponibles para el ejercicio de su actividad. Estas revisiones, que comenzaron a realizarse en el ejercicio 2002, complementan la supervisión *in situ* de estas entidades.

Con este análisis se persiguen tres objetivos: por una parte, valorar la adecuada estructura organizativa de la entidad depositaria en relación a la ubicación de la unidad de depositaria de IIC en el organigrama de la entidad, en relación a su estructura, organización, medios y a la efectiva aplicación de las normas de separación entre SGIIC y depositario; por otra parte, conocer el grado de control en las funciones de depósito y custodia de los valores integrantes del patrimonio de las IIC, así como el efectivo control de los movimientos de efectivo atribuidos y por último, la adecuación de los procedimientos generales de actuación de los depositarios de IIC para el cumplimiento de sus funciones de vigilancia y supervisión atribuidas por el RIIC.

11.3.6 Supervisión de las IIC inmobiliarias

Durante 2007, la supervisión periódica de la IIC inmobiliarias se desarrolló en el ámbito de los coeficientes normativos que deben cumplir estas instituciones y del

análisis de rentabilidades basado en los estados reservados remitidos por los fondos de inversión inmobiliarios y la información contenida en los certificados de tasación.

Las IIC inmobiliarias deben cumplir una serie de coeficientes de inversión que aco- tan los riesgos derivados de ciertas inversiones (apalancamiento en compra de opciones de compra, obligaciones de desembolsos futuros por compra de inmuebles vía compromisos o en fase de construcción, concentración en determinados inmue- bles, compras a entidades del grupo) o definen la característica propia de esas insti- tuciones (coeficiente de inversión mínimo en bienes inmuebles). Además de los anteriores, tienen limitadas las obligaciones frente a terceros, el porcentaje de inmuebles que pueden arrendar a socios o partícipes, o a un mismo grupo, y, en el caso de los FII, en los meses que exista derecho de reembolso, deben cumplir un coe- ficiente de liquidez del 10% del patrimonio. El cumplimiento de los coeficientes anteriores ha sido mayoritario.

En cuanto al análisis de rentabilidades, la base de esta supervisión se deriva de los certificados de tasación de cada inmueble en cartera de los fondos. Durante el ejer- cicio 2007 continuó poniéndose énfasis en el análisis de variaciones significativas en los valores de tasación de un ejercicio a otro, la coherencia de los métodos de valoración utilizados con la normativa aplicable, la existencia de condicionantes o advertencias que puedan incluir tales certificados, así como la adecuada cumpli- mentación de los estados reservados y el correcto cálculo del valor liquidativo de estas instituciones.

11.4 Supervisión de las entidades de capital-riesgo

La supervisión que se efectúa sobre las entidades de capital-riesgo se limitó, dadas las características de los inversores en este tipo de entidades, a la revisión de sus cuentas anuales y al análisis del cumplimiento de los coeficientes legales a través de la información proporcionada por las entidades en los estados reservados, si bien, esta última labor supervisora se ve dificultada por la ausencia de desarrollos nor- mativos de rango inferior que regulen la forma de computar dichos coeficientes así como al análisis de la solvencia de las entidades gestoras.

11.5 Supervisión de las sociedades gestoras de fondos de titulización

Durante el pasado ejercicio continuaron las revisiones de las sociedades gestoras de fondos de titulización (SGFT), que se centraron en verificar la subsanación de las debilidades de control detectadas en las visitas efectuadas en ejercicios anteriores.

Los resultados obtenidos pusieron de manifiesto el alto grado de compromiso asu- mido por las SGFT para garantizar un elevado estándar de control en el sector.

A 31 de diciembre de 2007 se habían realizado inspecciones *in situ* a siete de las ocho SGFT registradas.

11.6 Colaboración en la prevención del blanqueo de capitales

De acuerdo con lo establecido en el Convenio de Colaboración suscrito entre la CNMV y el Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capi-

tales e Infracciones Monetarias (SEPBLAC), durante el ejercicio 2007 se remitieron a este organismo siete comunicaciones en las que se dio traslado de las conclusiones alcanzadas en la revisión de los procedimientos y órganos de prevención de blanqueo de capitales practicada a entidades sujetas a la supervisión de la CNMV. Asimismo, y en virtud de lo previsto en los artículos 16 de la Ley 19/1993, sobre determinadas medidas de prevención de capitales y 90.4.g) de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores, se remitió al SEPBLAC información obtenida en el ejercicio de las funciones de supervisión sobre tres entidades, por observar la existencia de indicios de ciertas operativas sospechosas de estar relacionadas con el blanqueo de capitales.

El Convenio de Colaboración firmado con el SEPBLAC está pendiente de actualización con el fin de adaptarlo a la nueva normativa sobre blanqueo de capitales.

La protección del inversor constituye uno de los objetivos fundamentales de la CNMV, que subyace en sus actividades de supervisión de los mercados y los intermediarios y de difusión de la información.

Dentro de la protección al inversor se incluyen, además, las actividades de información y de formación. Así, la CNMV ofrece atención personalizada para la resolución de consultas y reclamaciones y desarrolla actividades formativas y divulgativas que tratan de proporcionar a los inversores los conocimientos prácticos necesarios para manejarse con confianza en los mercados de valores.

La intensa actividad reguladora que los mercados financieros han vivido en los últimos años requiere un importante esfuerzo de adaptación de todos los participantes en los mercados financieros y supone una nueva perspectiva en la protección del inversor. En este contexto debe destacarse el compromiso público de la CNMV, asumido en su Plan de Actividades 2007-08, de diseñar, junto con el Banco de España, un plan de formación dirigido a los usuarios de servicios financieros.

12.1 Nuevo entorno normativo en la protección al inversor

A lo largo de 2007 se han producido diversas iniciativas legislativas que prueban la importancia otorgada a la protección de los inversores minoristas, tanto a nivel europeo como doméstico. Revisten especial importancia las modificaciones introducidas en la LMV para transponer tres Directivas comunitarias de amplio alcance: la MiFID¹, la Directiva de ofertas públicas de adquisición (opa) y la Directiva de transparencia².

En concreto, la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, modifica la Ley del Mercado de Valores para incorporar al ordenamiento jurídico español la Directiva MiFID y la Directiva 2006/73/CE sobre requisitos organizativos y condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión (ESI). Sus principales objetivos son mejorar la transparencia y eficiencia de los mercados financieros, al tiempo que se refuerzan los mecanismos para la protección de los inversores minoristas. En este sentido, se señala de forma expresa que las entidades financieras deben actuar de forma honesta, imparcial y profesional en el mejor interés de sus clientes, cuyas circunstancias personales han de tener en cuenta al prestar sus servicios. La información que se proporcione debe ser imparcial, clara y no engañosa.

1. Directiva 2004/39/CE de Mercados de Instrumentos Financieros.

2. Directiva 2004/25/CE y Directiva 2004/109/CE, respectivamente.

Pero la nueva norma no sólo impone obligaciones a los intermediarios, sino que exige del inversor un papel mucho más activo. Así, para que las entidades puedan prestar un mejor servicio a sus clientes, estos deben facilitar cierta información sobre sus conocimientos y experiencia en los mercados y, en ocasiones, también sobre sus objetivos y situación financiera. De esta forma, el intermediario podrá tener en cuenta el perfil del inversor con el fin de ofrecerle los productos y servicios que mejor se ajusten a sus necesidades en cada momento.

Uno de los principios básicos que incorpora la MiFID es la diferenciación entre tipos de inversores que, por lo tanto, precisan de distinto grado de protección. La mayoría de los inversores particulares tendrán la consideración de minoristas, frente al grupo de inversores profesionales. Debido a su menor experiencia y conocimientos de los mercados financieros, los minoristas gozan de un mayor grado de protección.

Por su parte, la Ley 6/2007, de 12 de abril, incluye en la LMV el régimen de opa establecido por la Directiva 2004/25/CE, así como los requisitos de transparencia que deben cumplir los emisores con valores admitidos a negociación en un mercado regulado (Directiva 2004/109/CE, de transparencia). Entre otros aspectos, la primera persigue una mejor protección de los accionistas minoritarios de las sociedades cotizadas, mientras que la segunda consagra la importancia que tiene para los inversores disponer de información puntual, suficiente y veraz.

Por último, la Ley 22/2007, de 11 de julio, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores, incorpora al ordenamiento jurídico español la Directiva 2002/65/CE, sobre la misma materia. Sin duda, internet se ha configurado como un vehículo de transmisión e intercambio de información muy potente, pero también ha originado ciertas incertidumbres jurídicas, sobre todo en el ámbito de la protección de los usuarios. De ahí que sea necesario prestar especial atención a la operativa realizada a través de este canal.

12.2 Oficina de Atención al Inversor

La Oficina de Atención al Inversor (OAI) canaliza las consultas, quejas y reclamaciones presentadas por los inversores. La actividad de la OAI trata de responder los asuntos suscitados por los inversores minoristas, pero muchas de las cuestiones planteadas dan lugar a otro tipo de actuaciones por parte de la CNMV. Precisamen-

Total de expedientes tramitados por la OAI					CUADRO 12.1
	2006		2007		% var 07/06
	Número	% s/ total	Número	% s/ total	
Consultas	9.985	92,1	10.945	92,7	9,6
Reclamaciones	823	7,6	809	6,9	-1,7
Otros escritos ¹	34	0,3	55	0,5	61,8
Total	10.842	100,0	11.809	100,0	8,9

Fuente: CNMV.

1. Además de reclamaciones y consultas la OAI atiende otras peticiones de información, comunicaciones, iniciativas y sugerencias que afectan a inversores minoritarios. También informa sobre la adecuación a la normativa aplicable de los reglamentos de los servicios de atención al cliente y del defensor del cliente de las entidades supervisadas.

te, las consultas y reclamaciones constituyen una fuente de información para la CNMV sobre posibles actuaciones incorrectas y dificultades prácticas con las que se enfrentan los inversores, lo que ayuda a orientar las labores de supervisión, regulación, divulgación y formación de forma más eficiente.

Durante el ejercicio 2007 se ha producido una ligera reducción en el número de reclamaciones presentadas en la OAI junto con un incremento notable de las consultas (véase cuadro 12.1).

12.2.1 Consultas

Las consultas más frecuentes se suelen referir a las funciones y organización de la CNMV, la normativa, los productos y los servicios de inversión y los derechos e intereses legalmente reconocidos a los inversores. Pueden plantearse por cualquier medio: correo electrónico u ordinario, fax o teléfono. En este caso, la OAI dispone de un servicio telefónico (902 149 200) de información general que responde a las solicitudes de información pública. El propio *call center* da respuesta a las cuestiones más sencillas, mientras que las de naturaleza más compleja son objeto de atención por técnicos especialistas.

Volumen y tipos de consultas recibidas

La OAI atendió 10.945 consultas en 2007, lo que supone un incremento del 10% respecto al año anterior (véase cuadro 12.2). El 7% tuvo lugar en Bolsalia y Borsadiner, salones de bolsa y mercados financieros celebrados en Madrid y Barcelona, respectivamente, en los que participa la CNMV.

El canal telefónico continúa siendo el más utilizado por los inversores para la formulación de sus consultas, aunque este año han aumentado las formuladas por escrito y con atención presencial.

Las consultas atendidas por los operadores del *call center* representan el 74% de las telefónicas y la mitad del número total de consultas atendidas en el ejercicio. La otra mitad, casi 5.500 consultas, ha sido atendida por el equipo de técnicos de la OAI. Estas consultas han sido formuladas en su mayor parte por correo electrónico (43%) y teléfono (35%). Las atendidas personalmente han supuesto el 15% y las presentadas por escrito el 6%.

Distribución por canal de recepción de las consultas atendidas en 2007 CUADRO 12.2

	2006		2007		% var 07/06
	Número	% s/ total	Número	% s/ total	
Teléfono	6.836	68,5	7.414	67,7	8,5
Correo electrónico	2.228	22,3	2.373	21,7	6,5
Escritos	239	2,4	312	2,9	30,5
Presencial	682	6,8	846	7,7	24,0
Total	9.985	100,0	10.945	100,0	9,6

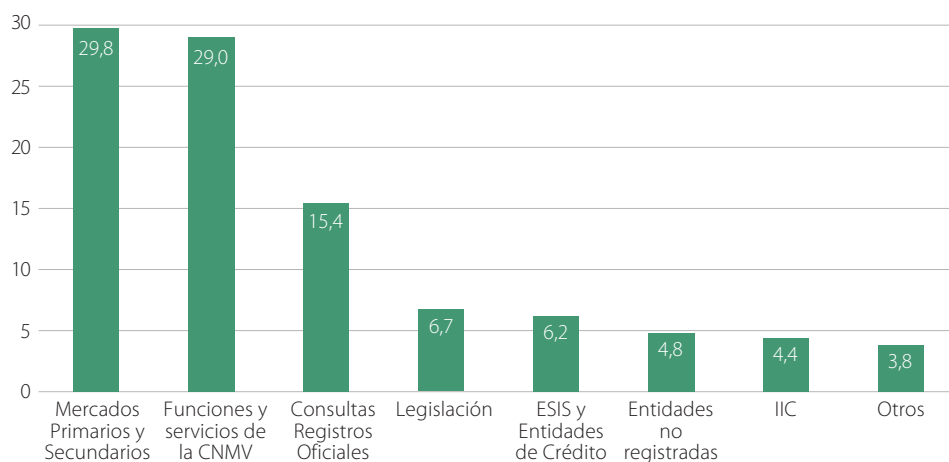
Fuente: CNMV.

Asuntos más relevantes objeto de consulta

Las operaciones societarias y de mercado son los temas que continúan motivando el mayor número de consultas. En particular, las opas que han tenido lugar durante este ejercicio, las nuevas emisiones dirigidas a inversores minoristas y la evolución de la cotización de ciertos valores han sido algunos de los asuntos que han motivado un importante número de consultas. En el gráfico 12.1 se puede observar cómo se han distribuido las materias objeto de consulta en 2007.

Materias objeto de consulta en 2007

GRÁFICO 12.1



Fuente: CNMV.

Entre los asuntos más relevantes planteados en 2007, cabe destacar los siguientes:

- Las nuevas emisiones de valores han generado dudas o quejas referidas a su proceso de comercialización entre inversores minoristas. Los inversores solicitan aclaraciones o manifiestan discrepancias con la actuación de los intermediarios por las comisiones, la adjudicación de acciones, el retraso en disponer de ellas o la información y asesoramiento recibidos en el momento de la compra de los valores.
- Igual que en 2006, las consultas sobre opas constituyeron un porcentaje significativo, sobre todo las opas sobre Endesa. Aspectos como los plazos legales aplicables a los distintos trámites administrativos y fases de la operación o las actuaciones de los agentes implicados fueron motivo de consulta.
- A partir de noviembre se han empezado a recibir muchas consultas de inversores con motivo de las cartas recibidas de sus entidades sobre la MiFID. Las dudas más comunes se refieren al impacto que va a suponer la nueva regulación en su relación con la entidad financiera. Dudas sobre las consecuencias de ser tratado como minorista, la posibilidad de que aumenten los costes, la obligación de proporcionar información personal a la entidad o el significado de la “mejor ejecución” son algunas de las más frecuentes. Recientemente se ha publicado la guía “Qué debe saber de sus derechos como inversor. Descubra la protección que le da la MiFID” que se puede consultar en el Rincón del Inversor de la página *web* de la CNMV.
- Las consultas sobre entidades no registradas son cualitativamente importantes. La CNMV, en primer lugar, aclara que la prestación de servicios de inversión sólo

puede realizarse por entidades autorizadas e inscritas en los registros oficiales de la CNMV.

La información obtenida de estas consultas así como la documentación que, en su caso, los inversores proporcionan, se traslada al Servicio Contencioso para que, cuando proceda, inicie las investigaciones oportunas, que permitan concluir con la publicación de avisos o incluso con la apertura de un expediente sancionador.

En este ámbito resultan de especial importancia las novedades introducidas por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, que modifica la LMV, al adoptar la MiFID. Antes de este cambio normativo, cualquier persona o entidad podía asesorar o dar consejos de inversión sin necesidad de autorización ni registro en la CNMV. Con la nueva normativa el asesoramiento en materia de inversión, entendido como la realización profesional y remunerada de recomendaciones personalizadas a un cliente sobre instrumentos financieros, es un servicio restringido a quienes estén autorizados para prestarlo. Quienes ya lo venían prestando disponen hasta febrero de 2009 para solicitar autorización e inscripción en el registro de la CNMV.

- En relación con las consultas sobre IIC destacan las que versan sobre fondos cotizados (ETF) y las relacionadas con los traspasos entre fondos de inversión.
 - Las consultas sobre ETF han motivado la reedición de la ficha divulgativa que la CNMV había publicado sobre este producto a fin de informar de modo más completo sobre las comisiones y gastos inherentes.
 - Los traspasos entre fondos de inversión, fecha del valor liquidativo, plazos y fiscalidad, también continúan generando numerosas dudas entre los inversores.
- En el caso de los contratos financieros por diferencias (CFD), se ha realizado una comunicación de la CNMV a las entidades con los criterios para su comercialización entre los minoristas y, además, se ha elaborado una ficha divulgativa sobre este producto para explicar sus características y riesgos de forma clara y sencilla.
- Durante 2007 cabe mencionar lo que supuso una buena práctica de gobierno corporativo consistente en la transmisión casi simultánea, de forma resumida y en castellano, de la Junta General de Accionistas celebrada en otro país. Esta medida - adoptada a partir de la iniciativa de un grupo de inversores minoristas puestos en contacto con la OAI - favoreció el seguimiento a los socios residentes en España. Al respecto hay que señalar que la CNMV sólo hace recomendaciones, siendo la sociedad finalmente quien decide en esta materia.
- Por último, como en años anteriores, se repiten las solicitudes de información de titulares de acciones de sociedades excluidas de negociación que desean conocer el modo de dejar de pagar comisiones por la administración de estas acciones. La solución para no continuar pagando comisiones consiste en que el accionista impulse el procedimiento de renuncia voluntaria al mantenimiento de la inscripción en el registro de anotación en cuenta de acciones de sociedades excluidas de cotización en situación de inactividad, siempre que sea posible. Para ello deben dirigirse al depositario de los valores quien les informará de los trámites y costes aparejados.

Asimismo se han recibido preguntas por la forma de vender las acciones de estas sociedades no cotizadas, sobre las que la CNMV no tiene competencias, para lo

que deben encontrar un comprador o dirigirse al emisor por si estuviera interesado en adquirirlas.

12.2.2 Reclamaciones

La OAI atiende las reclamaciones que plantean los usuarios de servicios de inversión cuando tienen alguna queja por mal funcionamiento, demora o falta de atención o si se sienten perjudicados por la actuación de su entidad financiera.

Como paso previo para reclamar ante la CNMV, el inversor debe acudir al Servicio de Atención al Cliente y/o al Defensor del Cliente de la entidad. Si no recibe una respuesta en el plazo de dos meses, o si ésta no le resulta satisfactoria, puede acudir a la OAI de la CNMV.

Aunque las contestaciones e informes sobre las reclamaciones carecen de efectos vinculantes para las partes, y pese a que no pueden proponerse compensaciones o indemnizaciones concretas, la OAI pretende que su resolución sirva para que las entidades conozcan los criterios e interpretaciones que la CNMV propone en relación con los asuntos que son objeto de su análisis.

Datos relevantes del ejercicio

En 2007 se han recibido 809 reclamaciones de inversores, un 1,7% menos que el año anterior (véase cuadro 12.3). El 66% de las reclamaciones se resolvieron en un plazo inferior a cuatro meses desde su presentación ante la CNMV, siendo 99 días el plazo medio de respuesta a las 788 reclamaciones analizadas.

A lo largo de 2007 el número de reclamaciones resueltas con informe de la OAI creció un 3% en relación al año anterior y en un 5% respecto a 2005.

Simultáneamente se ha producido una reducción importante en el porcentaje de reclamaciones no admitidas como consecuencia de la mejora en el cumplimiento de los requisitos formales de presentación de las reclamaciones. A esta mejora han contribuido tres acciones de divulgación:

- La publicación de la guía “Qué debe saber de la protección del inversor: servicio de reclamaciones”.
- La ficha “Cómo reclamar en el ámbito de los servicios financieros” publicada conjuntamente por la CNMV, el Banco de España, la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones y el Instituto Nacional de Consumo.
- La publicación de un formulario normalizado para presentar reclamaciones, que está disponible en la página *web* de la CNMV, en el Rincón del Inversor.

En esta línea de mejoría formal en la presentación de reclamaciones por parte de los inversores, también debe destacarse que se ha producido un descenso en el número de reclamaciones que han llegado hasta la OAI desde el Servicio de Reclamaciones del Banco de España, pasando del 58% de 2006 al 53% del total en 2007.

El apartado de reclamaciones resueltas arroja un aumento del 14,8% en los informes desfavorables al reclamante (véase cuadro 12.3). También se observa un incre-

mento, aunque en menor medida (7,2%), de la suma de avenimientos e informes favorables al reclamante.

El número de expedientes trasladados a otros organismos supervisores, como Banco de España o Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, en aplicación del principio de ventanilla única administrativa o por entender que el objeto de las reclamaciones hacía referencia a cuestiones sometidas a su ámbito de competencias, creció un 39,3%.

Distribución comparada de las reclamaciones según tipo de resolución CUADRO 12.3

	2006		2007		% var 07/06
	Número	% s/ total	Número	% s/ total	
Resueltas	549	71,7	610	77,4	11,1
Informe favorable al reclamante	171	22,3	176	22,3	2,9
Informe desfavorables al reclamante	298	38,9	342	43,4	14,8
Informe sin pronunciamiento	5	0,7	7	0,9	40,0
Avenimiento	64	8,4	76	9,6	18,8
Desistimiento	11	1,4	9	1,1	-18,1
No resueltas	217	28,3	178	22,6	-18,0
Competencia de otros organismos	28	3,7	39	4,9	39,3
No admitidas	189	24,7	139	17,6	-26,5
Total reclamaciones tratadas	766	100,0	788	100,0	2,9
Total presentadas	823	—	809	—	-1,7

Fuente: CNMV.

Un año más se confirma la tónica de que las entidades contra las que se dirige un mayor número de reclamaciones son las entidades de crédito, debido a la preponderancia de la utilización por los inversores minoristas de sus redes comerciales para contratar productos y servicios financieros (véase cuadro 12.4).

Así, de las 94 entidades contra las que se presentaron reclamaciones, 77 eran entidades de crédito, 11 ESI y seis sociedades gestoras de IIC. No obstante, sólo 33 entidades fueron objeto de cinco ó más reclamaciones, de las cuales diez sobrepasaron las 15 reclamaciones.

Tipo de entidades contra las que se dirigen las reclamaciones y tipo de resolución en 2007 CUADRO 12.4

	Favorables		Desfavorables		Aven + Desis		Sin pronunc.		Total	
	% var									
	Nº	07/06	Nº	%	Nº	%	Nº	%	Nº	%
Ent. de crédito	162	26,5	320	52,5	80	13,1	6	0,9	568	93,1
Bancos	125	20,5	233	38,2	56	9,2	5	0,7	419	68,7
Cajas de ahorro	31	5,1	84	13,8	22	3,6	0	0,0	137	22,5
Coop. de crédito	6	0,9	3	0,5	2	0,4	1	0,2	12	2,0
ESI	13	2,1	16	2,6	4	0,7	0	0,0	33	5,4
SGIIC	1	0,2	6	0,9	0	0,0	1	0,2	8	1,3
Otros	0	0,0	0	0,0	1	0,2	0	0,0	1	0,2
Total	176	28,8	342	56,0	85	14,1	7	1,1	610	100,0

Fuente: CNMV.

Seguimiento de las rectificaciones de las entidades

En 2007 se ha iniciado el seguimiento de las actuaciones de las entidades cuando las reclamaciones se han cerrado con informe favorable al reclamante. Para ello, al término de cada reclamación se solicita a la entidad reclamada información y justificación documental de las actuaciones practicadas.

A estos efectos se considera que una actuación incorrecta ha sido rectificada cuando la entidad justifica haber atendido el objeto de la reclamación, ya sea mediante la correspondiente compensación económica al reclamante (cuya cuantía, en ningún caso, es objeto de valoración por parte de la CNMV) o cuando acepta los criterios manifestados por la CNMV en su informe y adopta medidas para evitar la repetición de esa actuación incorrecta en el futuro.

A nivel agregado, de las 176 reclamaciones cerradas con informe favorable al reclamante, en un 52% de los casos las entidades han rectificado su actuación según los criterios antes aludidos y en un 3% la entidad sólo rectifica alguna/s de las actuaciones incorrectas detectadas. Por el contrario, en un 45% de las ocasiones se considera que no hay rectificación por la entidad, si bien sólo en un 3% la entidad no acepta las conclusiones del informe mientras que en el 42% restante la entidad reclamada no ha contestado por lo que, a efectos estadísticos, la reclamación se da por no rectificada. En estos casos, el Servicio de Reclamaciones ha puesto en marcha actuaciones tendentes a la reducción de este porcentaje, teniendo en cuenta que se trata del primer año de implantación de este seguimiento.

Este seguimiento permite valorar la eficacia del sistema de atención de reclamaciones y el grado de adaptación de las entidades a los criterios y recomendaciones derivados del análisis de las reclamaciones. A su vez, ésta es una forma de prevenir actuaciones incorrectas y de evitar su repetición por parte de las entidades.

Reclamaciones más frecuentes

Las reclamaciones resueltas por la CNMV a lo largo de 2007 se pueden clasificar en dos grandes grupos: las que reflejan incidencias relativas a la prestación de servicios

Distribución por materia de reclamaciones resueltas en 2007

CUADRO 12.5

	2006		2007	
	Número	% s/ total	Número	% s/ total
Prestación de servicios de inversión	322	58,8	338	55,6
Recepción, transmisión y ejecución de órdenes	145	26,4	173	28,5
Información suministrada al cliente	106	19,3	96	15,8
Comisiones y gastos	71	12,9	59	9,7
Otros	—	—	10	1,6
Fondos de inversión y otras IIC	227	41,2	272	44,4
Información suministrada	85	15,5	114	18,7
Suscripciones/Reembolsos	64	11,7	65	10,4
Trasposos	46	8,4	54	8,9
Comisiones y gastos	32	5,8	39	6,4
Total reclamaciones resueltas	549	100,0	610	100,0

Fuente: CNMV.

de inversión, es decir, órdenes, comisiones y administración de valores, con un 55,6% y las referidas a incidencias relativas a fondos de inversión, es decir, información, aplicación de valores liquidativos, traspasos, ejercicio de derechos, etc., con un 44,4% (véase cuadro 12.5).

Resolución de reclamaciones: criterios aplicados

En 2007, por su carácter novedoso, destacan las reclamaciones relacionadas con la nueva normativa sobre OPV y con la contratación de productos financieros vinculados a préstamos hipotecarios. Por su carácter recurrente, vuelven a destacar las incidencias en la información suministrada a clientes en los traspasos entre IIC y en la tramitación y ejecución de órdenes. Respecto a los criterios aplicados, cabe destacar:

- La nueva normativa sobre OPV y admisión a negociación afecta al régimen de información a los inversores minoristas. Este nuevo régimen europeo de emisiones trata de simplificar y eliminar trabas a la libre comercialización de instrumentos financieros en todo el territorio europeo bajo un único pasaporte, con el fin de mejorar la eficiencia y competencia en los mercados. En paralelo, la protección del inversor ya no se sustenta tanto en la verificación y registro de la información sobre los productos con carácter previo al inicio de la comercialización, sino en el refuerzo de las normas de conducta exigibles a las entidades financieras que los comercializan.

Esta nueva situación pone de manifiesto la importancia del cumplimiento de las normas de conducta en la comercialización, reforzadas con la MiFID. En particular, la obligación de información sobre riesgos y costes, de tal manera que en la resolución de este tipo de reclamaciones se valora si la información disponible para el cliente fue suficiente para adoptar una correcta decisión de inversión.

- La obligación de las entidades de crédito de ofrecer productos de cobertura cuando conceden préstamos hipotecarios a interés variable ha dado lugar a nuevas reclamaciones, que son atendidas por la OAI cuando el instrumento de cobertura es una permuta financiera de tipos de interés y siempre que no esté vinculado al préstamo hipotecario. En caso de vinculación, su resolución corresponde al Banco de España.

Estas reclamaciones fueron básicamente por deficiencias en la formalización de la orden (el cliente suscribió un primer documento de carácter provisional a partir de cuya firma el producto comenzaba a surtir plenos efectos y, a posteriori, firmó el contrato definitivo cuyo clausulado difería del anterior) o por falta de información relevante que permitiera conocer las características y costes asociados, en caso de cancelación anticipada del producto.

- Se repiten reclamaciones por incidencias relacionadas con información a clientes sobre sus inversiones. Por parte de las gestoras de fondos de inversión, existe la obligación de llevar un registro de partícipes, calcular y difundir el valor liquidativo, emitir estados de posición o facilitar información fiscal al partícipe y a la entidad de destino en operaciones de traspaso. Por su parte, los depositarios de valores deben proporcionar, en tiempo y forma, extractos de liquidación de operaciones, información sobre el modo de cursar instrucciones en operaciones corporativas, información periódica sobre composición y valoración de la cartera administrada y/o gestionada o justificantes de órdenes durante los plazos míni-

mos contemplados en la norma. Con frecuencia, lo que motiva la formalización de reclamaciones es el incumplimiento de estas exigencias informativas.

– El traspaso de inversión entre IIC se ha consolidado como una de las opciones más utilizadas entre los inversores para canalizar sus inversiones en este tipo de productos. Su neutralidad fiscal y la flexibilidad que aporta a las carteras de los inversores generan un elevado número de operaciones. Sin embargo, estas operaciones también continúan creando un buen número de incidencias, como las que se describen a continuación, en general relacionadas con deficiencias en la información suministrada a los inversores:

- i. Rechazos del traspaso por deficiencias en las solicitudes u otras circunstancias previstas en la norma; por ejemplo, no reunir el número mínimo de partícipes. La CNMV entiende que el rechazo puede estar justificado, si bien debe dar lugar a una actuación informativa posterior por parte de las entidades implicadas con el fin de que el cliente pueda cursar nuevas instrucciones.
- ii. Errores en la información transmitida por la entidad de origen sobre la antigüedad de las participaciones.
- iii. Retrasos injustificados en la ejecución de los traspasos, que pueden acabar generando asignaciones incorrectas de valores liquidativos.
- iv. Cobro de comisiones de reembolso del fondo de origen. Es importante precisar que, a diferencia de lo que piensan algunos inversores, la neutralidad fiscal no equivale a una exención del régimen de comisiones propio de los fondos de origen y destino.

No obstante, como principio general de aplicación, la CNMV considera que las entidades gestoras y comercializadoras de IIC deberían considerar los traspasos exentos de comisión de reembolso, siempre que la “ventana de liquidez del fondo” (fechas previstas en el folleto en las que el reembolso está exento de comisión) caiga dentro de los plazos que la normativa les impone en materia de traspasos.

– Las reclamaciones sobre tramitación y ejecución de órdenes de valores, tanto en la operativa con fondos de inversión como con otros tipos de activos, son tradicionalmente numerosas. Pueden producirse distintas situaciones en las que la actuación de la entidad no se ajuste a las instrucciones específicas del cliente. Sin ser exhaustivos, pueden mencionarse:

- i. Incumplimiento de los plazos de vigencia o del precio establecido como condición para la ejecución de la orden.
- ii. Retrasos en la ejecución de órdenes. Especialmente relevante son estas reclamaciones cuando están referidas a participaciones preferentes y otros activos negociados en el mercado AIAF. La CNMV entiende que las entidades tienen la responsabilidad de gestionar esas órdenes para la búsqueda de una contrapartida adecuada en unos plazos razonables y sin discriminaciones entre clientes.
- iii. Incidencias en materia de régimen de disponibilidad por parte de los titulares de una cuenta de valores.

- iv. Incidencias con derechos de suscripción preferente de acciones en el marco de ampliaciones de capital de sociedades cotizadas.
 - v. Operativa a seguir cuando se incurre en una situación de descubierto en la cuenta corriente.
 - vi. Repercusión de comisiones. Este tipo de reclamaciones, de forma mayoritaria, acaba resolviéndose de forma desfavorable a los reclamantes, puesto que las comisiones suelen estar ajustadas a los límites previstos en los folletos de tarifas máximas.
- La operativa por internet, cada vez más habitual, está dando lugar a un creciente número de reclamaciones. El perfil del reclamante suele ser el de un inversor que conoce el funcionamiento básico del mercado, que negocia habitualmente y que, frente a la operativa tradicional, persigue en la intermediación telemática un valor añadido en menores costes, mayor autonomía, mayor rapidez en la gestión de sus órdenes y una mayor disponibilidad de información en el momento de adoptar sus decisiones de inversión.

Las incidencias planteadas suelen referirse a:

- i. Interrupciones en la provisión del servicio o en los sistemas de actualización de precios y gráficos informativos que exceden de los supuestos amparados en cláusulas contractuales de exoneración de responsabilidad.
- ii. La utilización inadecuada, y posiblemente fraudulenta, de claves personales.
- iii. La imposibilidad de realizar determinados tipos de operaciones a través de internet como, por ejemplo, el ejercicio de derechos de suscripción preferente o el traspaso entre IIC.
- iv. Las dificultades de comprensión del alcance y los efectos de los distintos tipos de órdenes que las entidades pueden ofrecer a sus clientes por Internet como, por ejemplo, las órdenes stop condicionadas.

12.2.3 Denuncias

Durante el año 2007 se presentaron en la CNMV un total de 15 denuncias formuladas por inversores particulares, de las cuales cinco se dirigieron contra entidades bancarias (en su actividad relacionada con el mercado de valores), otras cinco contra ESI y el resto contra emisoras o empresas cotizadas (véase cuadro 12.6).

La materia sobre la que trataron la mayoría de las denuncias (ocho) se refirió al presunto incumplimiento de normas de conducta (proceso de ejecución de órdenes, esquema de cobro de comisiones, obligaciones de información a los clientes y comercialización de productos financieros). Por otro lado, cinco denuncias versaron sobre las normas relativas a los procedimientos contables, su consecuente información a la CNMV y la adecuada difusión como hecho relevante de circunstancias relacionadas con la contabilidad de las entidades denunciadas. En último término, se presentó una denuncia relacionada con prácticas de abuso de mercado y otra sobre el Comité de Auditoría de una sociedad cotizada.

Denuncias realizadas en 2007		CUADRO 12.6
Entidades contra las que se denuncia		Nº de denuncias
Bancos		5
Sociedades y agencias de valores		5
Emisores de valores /sociedades cotizadas		5
Total		15
Contenido de las denuncias		Nº de denuncias
Normas de conducta		8
Normativa contable		5
Abuso de mercado		1
Comité de Auditoría		1
Total		15
Situación de las denuncias a 31-12-2007		Nº de denuncias
En trámite		3
Archivadas		12
Total		15

Fuente: CNMV.

Por lo que respecta al estado de tramitación, a 31 de diciembre de 2007 se encontraban resueltas 12 de las 15 denuncias presentadas, sin que ninguno de los casos hubiese originado la incoación de expediente sancionador.

12.3. Formación e información al inversor

La CNMV lleva a cabo numerosas actividades con el objetivo de mejorar el conocimiento y la formación de los inversores.

En primer lugar, se intenta promover el conocimiento y la utilización por parte de los inversores de todas aquellas fuentes de información que se encuentran a su disposición (en la propia CNMV, en las páginas *web* de las sociedades cotizadas, etc.).

Por otra parte se dedica una atención preferente a las actividades formativas ya que un adecuado nivel de conocimientos financieros constituye uno de los mecanismos más eficaces de protección del inversor. En este sentido, se mantiene un esfuerzo sostenido en la publicación de nuevas guías y fichas del inversor, sin descuidar la participación activa en cursos, jornadas y ferias dirigidas de modo especial a los pequeños inversores.

La educación financiera

La evolución demográfica, económica y financiera de las últimas décadas ha hecho que los individuos y las familias tomen con mayor responsabilidad las decisiones financieras que afectan a su futuro. Sin embargo, en muchas ocasiones se pone en evidencia que la gente necesita una mayor formación específica para poder tomar esas decisiones de manera apropiada.

La educación financiera contribuye a que familias e individuos realicen un consumo financiero más responsable, ajustado a su perfil de riesgo, a sus

necesidades y a sus expectativas. Por ello, la CNMV, en colaboración con el Banco de España ha elaborado un Plan de formación para los consumidores de productos y servicios financieros, diseñado para fomentar su interés por la formación financiera (véase apartado 12.3.1). Dicha iniciativa está en línea con otras llevadas a cabo por reguladores como la FSA, así como con los principios y recomendaciones tanto de la OCDE como de la Comisión Europea.

La educación financiera no debe contemplarse como un sustitutivo de la regulación y supervisión prudencial y de conductas sino como un complemento. La regulación y la supervisión proporcionan mecanismos de protección ya que garantizan un comportamiento honesto, imparcial y profesional por parte de intermediarios financieros solventes y eliminan asimetrías de información entre los consumidores y los proveedores de los productos y servicios.

La educación financiera es, como la define la OCDE, el “proceso por el que los consumidores financieros mejoran su comprensión de los productos financieros, conceptos y riesgos y, a través de la información, la enseñanza y/o el asesoramiento objetivo, desarrollan las habilidades y confianza para adquirir mayor conciencia de los riesgos y oportunidades financieras, tomar decisiones informadas, saber dónde acudir para pedir ayuda y tomar cualquier acción eficaz para mejorar su bienestar financiero”.

Cuanto mejor capacitados estén los demandantes de productos y servicios financieros, mejor será la calidad de la oferta, mejor se adecuará a sus preferencias y menor será el riesgo de que las personas puedan comprar productos no idóneos o no ajustados a su perfil de riesgo. De este reequilibrio de fuerzas, se beneficiarán tanto los clientes como las entidades.

La oportunidad del proyecto de formación financiera se ve favorecida por el nuevo marco de relaciones entre los profesionales de los mercados y los inversores definido por la MiFID que reconoce al pequeño inversor un papel mucho más activo en el proceso de toma de decisiones de inversión, para el que precisa una adecuada preparación financiera.

12.3.1. Plan Banco de España – CNMV de formación financiera

La educación financiera contribuye a que las familias inviertan de forma más responsable, y ajustada a su perfil de riesgo, a sus necesidades y a sus expectativas. Se convierte así en un aspecto clave para mantener la confianza en el sistema financiero y contribuir a su estabilidad.

Por ello, la CNMV y el Banco de España iniciaron en 2007 la puesta en marcha de un proyecto de amplio alcance dirigido a mejorar la cultura financiera de la población española. Con este fin, ambos organismos han creado un Grupo de Trabajo que se encargará de su definición, desarrollo y ejecución. Además, para garantizar la coordinación y el compromiso y el apoyo institucional y económico han suscrito un Convenio de Colaboración para el desarrollo de este Plan. Esta iniciativa está en línea con otras llevadas a cabo por reguladores como la FSA británica, así como con los principios y recomendaciones tanto de la OCDE como de la Comisión Europea.

Este marco de colaboración refleja el compromiso de ambas instituciones de prestar al Grupo de Trabajo el apoyo material y humano necesario para que pueda desarrollar sus funciones. Aunque la vigencia del Convenio es indefinida, contempla un apoyo económico para el periodo comprendido entre 2008 y 2011 con el fin de cubrir los aspectos del plan de formación que, por su naturaleza o por razones de eficiencia operativa, deban ser realizados por terceros, así como para aquellas acciones de comunicación que se consideren oportunas para garantizar la adecuada difusión del proyecto.

En ese Plan de formación, a partir de la identificación de los comportamientos económicos y de las carencias formativas de los distintos segmentos de población, se arbitrarán las políticas que puedan resultar más efectivas para activar el interés de los ciudadanos sobre la necesidad de una adecuada formación financiera.

Se trata de un proyecto de alcance general, tanto por lo que se refiere a los temas a tratar (todos los productos y servicios financieros, ya correspondan al ámbito bancario, de inversiones o de seguros) como por el público al que se dirige: jóvenes bajo el ámbito de influencia del sistema educativo (secundaria y universidad), adultos en distintas fases de la vida (jóvenes, nuevos padres, trabajadores en activo, jubilados, etc.) y colectivos con necesidades específicas en cuanto a los contenidos o los canales de acceso (inmigrantes, discapacitados, etc.).

El primer hito visible de este Plan de formación será el lanzamiento de una página *web* que servirá de portal de referencia para cualquier persona interesada en mejorar su formación financiera. Con un enfoque práctico, el portal mostrará la gran variedad de situaciones de la vida diaria que se ven afectadas por las decisiones financieras, así como las diferentes implicaciones de cada una de las opciones de inversión o financiación que se pueden adoptar. Entre otros, se tratarán temas tan cotidianos como la compra de vivienda, el ahorro para la jubilación o la conveniencia de acudir a un préstamo personal.

12.3.2. Actividades divulgativas

Publicaciones para inversores

Las publicaciones de la CNMV tienen como finalidad mostrar, de forma sencilla y práctica, diferentes temas de los mercados y de los productos de inversión. A finales de 2007 hay más de 10.000 personas inscritas como suscriptores (con casi 2.000 altas en el ejercicio), por lo que reciben las nuevas publicaciones en sus domicilios sin necesidad de petición expresa. También es posible solicitar uno o más títulos con carácter puntual. Estos servicios siempre son gratuitos para los particulares.

Además, las fichas y guías se encuentran disponibles en el Rincón del Inversor de la web de la CNMV (www.cnmv.es), desde donde pueden descargarse en formato PDF (en castellano e inglés).

En la actualidad, la colección de fichas del inversor cuenta con los siguientes títulos:

- Fondos de inversión garantizados (2007).
- Nuevos tipos de fondos de inversión (2007).

- Warrants y turbowarrants (2007).
- Fondo de garantía de inversiones (FOGAIN) (2007).
- Tarifas y comisiones por servicios de inversión (2007).
- Las opas: qué son y cómo actuar (2007).
- Los fondos cotizados, ETF (2006).
- Las ofertas públicas de acciones, OPV/OPS (2006).
- Traspasos entre fondos de inversión (2005).
- Servicios de la CNMV para los inversores (2005).

Conviene resaltar la publicación en el 2007 de la ficha “Cómo reclamar en el ámbito de los servicios financieros”, elaborada de forma conjunta por la CNMV, el Banco de España, la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones y el Instituto Nacional del Consumo.

Durante el año 2007 se han actualizado y reeditado varias de las publicaciones pertenecientes a la colección “guías del inversor”, ya que las modificaciones y desarrollos normativos obligan a una revisión permanente de sus contenidos. Los títulos disponibles son:

- Los chiringuitos financieros (2007).
- Protección del inversor: servicios de reclamaciones (2007).
- Los productos de renta fija (actualizada en 2007).
- Los fondos de inversión y la inversión colectiva (2006).
- Opciones y futuros (2004).
- Las órdenes de valores (2004).
- Las empresas de servicios de inversión (2002).

Las publicaciones gratuitas son un servicio bien valorado por los inversores, aunque aún resta mucho por hacer para mejorar su difusión. Además de aprovechar todas las oportunidades de contacto con el público (cursos, charlas, ferias, etc.) para darlas a conocer, la CNMV promueve la firma de convenios de colaboración con entidades interesadas en su distribución, con la condición de que ésta resulte siempre gratuita para el inversor. En este sentido, se ha ampliado el número de acuerdos de colaboración, desde 279 en 2006 a 329 en 2007, lo que representa un crecimiento del 18% (véase cuadro 12.7). Mención especial merece el incremento de los acuerdos con las entidades de crédito, fundamentalmente con las cajas rurales.

Desde el año 2002 se han distribuido cerca de un millón de publicaciones, de las cuales 360.000 corresponden al año 2007; este dato refleja el importante esfuerzo realizado por la CNMV para dar a conocer sus servicios.

Fichas y guías del Inversor: número de acuerdos de colaboración y ejemplares distribuidos

CUADRO 12.7

	Acuerdos de colaboración		Número de ejemplares distribuidos			
			Fichas		Guías	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007
Mercados: Bolsas y MEFF	5	5	28.700	46.180	5.900	5.775
Inversores (petición directa a la Oficina de Atención al Inversor)			55.294	128.111	25.207	32.206
Asociaciones de Consumidores	9	11	4.950	3.550	5.330	500
Entidades del Mercado de Valores	179	187	51.507	20.423	28.844	11.528
Sociedades de valores	30	30	9.518	3.240	8.145	1.495
Agencias de Valores	40	44	4.148	4.315	2.576	1.390
SGC	18	18	3.171	4.678	3.392	1.564
SGIIC	86	89	34.016	7.992	14.713	7.005
Sucursales entidades extranjeras	5	6	654	198	18	74
Entidades de Crédito	49	88	31.934	88.218	29.097	19.066
Universidades y otros centros docentes	37	38	5.620	3.025	12.744	4.120
Otros			150	0	418	828
Total	279	329	178.155	289.507	107.540	74.023

Fuente: CNMV.

Encuentros con inversores

Durante el año 2007 la CNMV ha participado en 26 actos dirigidos a los particulares en diversos lugares de la geografía española. Este tipo de charlas y conferencias suele realizarse en colaboración con diferentes instituciones: oficinas municipales de información, instituciones docentes públicas y privadas, colegios profesionales, entidades financieras, etc. De especial interés fue:

- La jornada organizada por la Oficina Municipal de Información al Consumidor (OMIC) de Barcelona, dirigida a orientar a los técnicos de consumo sobre la atención a los usuarios en materia de reclamaciones financieras.
- La participación en el ciclo sobre «Estrategias de Inversión para 2008: cuáles serán los activos financieros y los mercados más rentables», que tuvo lugar en León.
- La colaboración en las Jornadas organizadas por el Colegio Notarial de Madrid y el Banco de España sobre la problemática de la contratación de préstamos hipotecarios.
- La participación en el curso sobre la “Protección de consumidores y usuarios en el marco jurídico actual” organizado por la Universidad Autónoma de Madrid y en los cursos de verano de la Universidad Nacional de Educación a Distancia.
- La colaboración en un seminario sobre bolsa impartido en la Universidad Pompeu Fabra donde se trataron aspectos relativos a las funciones de la CNMV, los procesos de opa y la operativa en los mercados.
- La CNMV volvió a estar nuevamente presente en las ferias de bolsa y mercados financieros, Bolsalia (Madrid) y Borsadiner (Barcelona).

Participación en medios de comunicación

La CNMV colaboró con Radio Nacional de España, Radio 5, en la creación del espacio divulgativo “Cuadernos del inversor”, en el que se abordaron cuestiones prácticas como la actuación ante los chiringuitos financieros, operativa e implicaciones de los traspasos entre fondos, gastos y comisiones por servicios de inversión, tipos y efectos de las órdenes de valores, alternativas ante una opa, cómo leer la publicidad financiera entre otras. También se realizó una intervención especial en Radio Nacional, coincidiendo con la entrada en vigor de la MiFID.

La publicación de artículos divulgativos es otra de las actividades realizadas. A lo largo del ejercicio 2007 se publicaron en diferentes medios (diarios provinciales, económicos y revistas especializadas) diversos artículos donde se abordaron aspectos relativos al grado de formación financiera del inversor minorista y su importancia para la solidez del sistema, la oficina de atención al inversor de la CNMV, las implicaciones de la MiFID y la introducción de los fondos de inversión libre en nuestro mercado.

Colaboración con otros organismos

En 2007 se iniciaron los primeros contactos con el Comité Español de Representantes de Personas con Discapacidad (CERMI). El objetivo es llegar a un acuerdo de colaboración centrado en las siguientes actividades:

- Cooperación en la mejora de la accesibilidad de la *web* de la CNMV para personas con discapacidad.
- Colaboración en acciones divulgativas y de formación, como celebración de cursos, jornadas o seminarios sobre temas financieros para el colectivo de discapacitados.
- Desarrollo de cualquier otra actividad que mejore las condiciones de accesibilidad a los mercados de valores de este grupo de población. Se trasladará a la industria la importancia de tomar las medidas necesarias para mejorar la atención prestada a las personas con discapacidad.

También se ha abierto una línea de diálogo con el Instituto Nacional del Consumo que supondrá la participación en seminarios formativos para los técnicos de consumo, así como la apertura de una conexión en línea para que los empleados de las OMIC puedan dirigir sus consultas sobre reclamaciones financieras a la CNMV.

A principios de abril de 2008 se ha firmado el acuerdo de colaboración CNMV-CERMI.

12.3.3 El Rincón del Inversor en la web de la CNMV

El Rincón del Inversor es la sección de la página *web* de la CNMV que se dirige al inversor particular. Desde su creación en el año 2003, esta sección ha ido ampliando año tras año su contenido. Una de las novedades destacadas en el 2007 fue la inclusión de un buscador de entidades autorizadas que permite a los usuarios consultar de manera fácil y rápida si una entidad está o no autorizada para operar. Con esta utilidad se pretende facilitar la identificación de los posibles chiringuitos financieros.

Asimismo, se presentó la nueva herramienta interactiva para la búsqueda y comparación de fondos de inversión. El comparador permite localizar toda la información disponible sobre un fondo, simplemente introduciendo todo o parte del nombre, y también permite obtener toda la gama de fondos que cumplan determinados criterios establecidos por el usuario (grupo financiero, política de inversión y volatilidad).

Por último, durante el 2007, se ha iniciado el desarrollo de una serie de tutoriales interactivos que, con un enfoque práctico y a través de ejemplos y test de autoevaluación, permitirán a los inversores comprobar su nivel de conocimientos sobre los productos y servicios de inversión. A lo largo de 2008 se pondrán a disposición del público los primeros tutoriales que tratarán materias relacionadas con los fondos de inversión, la operativa en los mercados (tipos, costes y efectos de las distintas órdenes de valores) y la toma de decisiones de inversión.

12.3.4 Cooperación internacional

Impulsada y elaborada por el Subgrupo de Intermediarios de CESR cabe destacar el lanzamiento de la *Consumers' guide to MiFID*. También en el seno de ese grupo se formalizó un acuerdo entre supervisores para la cooperación en la supervisión de sucursales de empresas que prestan servicios de inversión en el marco de la MIFID.

La integración de los mercados financieros a nivel comunitario hace precisa la articulación de mecanismos que faciliten la canalización y resolución de las reclamaciones en este nuevo entorno. Conscientes de la importancia de la cooperación transfronteriza, la CNMV está en pleno proceso de integración en la red *FIN-NET*³. En el año 2007 la CNMV ya asistió como invitada a la reunión anual de esta red transfronteriza.

La CNMV también interviene activamente en la *Consumer Task Force* de CESR, que está a punto de culminar el lanzamiento de una nueva sección para inversores en su página *web*. En el *Retail Investor Workshop*, que tuvo lugar en París, asociaciones de consumidores de toda Europa tuvieron ocasión de comentar y valorar el proyecto.

En octubre de 2007 se celebraron en Madrid una serie de conferencias y mesas redondas, promovidas por el *International Forum For Investor Education* (IFIE) y la *International Organization Of Securities Commissions* (IOSCO), en las que se expusieron diversas experiencias internacionales en materia de educación al inversor. Estas jornadas también contaron con representación de la CNMV, con una ponencia sobre la necesidad de la educación del inversor ante las inversiones de alto riesgo.

12.4. Publicidad de productos y servicios de inversión

La publicidad tiene una influencia indiscutible en la toma de decisiones de inversión. Sin embargo, los inversores deben ser conscientes de que las comunicaciones comerciales, por su propia naturaleza, no pueden incluir toda la información necesaria sobre un producto o servicio de inversión. De ahí que la CNMV insista en tras-

3. FIN-NET es una red para la resolución de reclamaciones financieras entre inversores y proveedores de servicios de inversión mediante acuerdos no judiciales entre los miembros del Área Económica Europea. Fue establecida en 2001 por la Comisión europea.

ladar el mensaje de que la consulta de la información oficial de los productos es imprescindible antes de comprometer el capital en una inversión.

La integración de los mercados y productos a nivel comunitario hace si cabe más perentoria la necesidad de regular y supervisar los mensajes publicitarios. En este sentido se ha manifestado la Directiva MiFID, que desarrolla en su articulado los aspectos a considerar por las entidades cuando informen a los inversores sobre sus productos o servicios de inversión. El principio central es que la información, en general, y las comunicaciones comerciales, en particular, deben ser imparciales, claras y no engañosas.

Por otra parte, está proliferando en España la comercialización de productos altamente sofisticados mediante pasaporte europeo, lo que significa que, en la mayoría de los casos, no existe documentación oficial de referencia en español. En tales ocasiones, los elementos publicitarios pueden convertirse en la única fuente de información para los potenciales inversores, por lo que su revisión por parte de la CNMV adquiere una especial importancia.

Como en ejercicios anteriores, la CNMV continúa ofreciendo a las entidades el servicio de revisión previa voluntaria de las campañas publicitarias, con una creciente aceptación por parte del sector, como muestra el cuadro 12.8.

Revisión de las campañas publicitarias por la CNMV CUADRO 12.8

	Análisis previo		Control posterior		Total	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007
IIC	207	217	6	6	213	223
IIC extranjeras	16	2	3	0	19	2
Emissiones y OPV	104	136	4	4	108	140
Servicios financieros	25	29	2	0	27	29
Total	352	384	15	10	367	394

Fuente: CNMV.

12.5. Fondo de Garantía de Inversiones

Durante el ejercicio 2007 el número de entidades adheridas al Fondo General de Garantía de Inversiones (FOGAIN) ha experimentado un notable incremento, hasta alcanzar la cifra de 136 entidades, de las que 99 son sociedades y agencias de valores (SAV), 11 sociedades gestoras de carteras (SGC), una sucursal de empresa de servicios de inversión extranjera (CSU) y 25 sociedades gestoras de instituciones de

Evolución del número de entidades adheridas CUADRO 12.9

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
SAV	109	112	104	103	101	101	99
SGC	-	-	24	24	21	17	11
SGIIC	-	-	-	-	-	2	25
CSU	-	-	-	-	1	1	1
Total	109	112	128	127	123	121	136

Fuente: CNMV.

inversión colectiva (SGIIC). Dicho incremento se debe fundamentalmente al aumento del número de SGIIC adheridas, como consecuencia de la incorporación a sus programas de actividades de los servicios de inversión que pueden realizar estas entidades .

Con el fin de dar cabida a las entidades que se han adherido durante este ejercicio, así como para hacer efectivo tanto el cese de quienes hayan dejado de serlo como las variaciones que se hayan producido en los porcentajes de participación de las entidades adheridas, el Consejo de Administración de la Gestora del FOGAIN realizó los ajustes de capital necesarios de la Gestora. El capital quedó fijado en 165.015 euros. Además, en noviembre se elaboró el presupuesto para el ejercicio 2008 cuyo importe de aportaciones de las entidades adheridas ascendía a 764.669 euros.

Durante 2007, el FOGAIN ha continuado realizando gestiones con aquellos reclamantes que aun no habían aportado a sus expedientes la documentación necesaria para efectuar el pago de la indemnización correspondiente, así como atendiendo a las nuevas solicitudes de indemnización que continúan llegando, aunque en número muy reducido. De esta manera, se ha conseguido que el número de reclamaciones pendientes de pago se haya reducido considerablemente desde las 226 que había al finalizar el ejercicio 2006 hasta las 35 reclamaciones pendientes de resolución a final de 2007, desde las más de 9.500 recibidas, como consecuencia de los incumplimientos de las entidades AVA Asesores de Valores, A.V., S.A., Gescartera Dinero, A.V., S.A., Broker Balear, A.V., S.A., X.M. Patrimonios, A.V., S.A. y Bolsa 8, A.V.B., S.A.

Asimismo, durante el ejercicio 2007 la Gestora ha continuado ejerciendo los derechos que, por subrogación legal, ha adquirido por cuenta del FOGAIN con el pago de las indemnizaciones. En este sentido, entre septiembre y diciembre tuvo lugar el Juicio Oral frente a responsables de Gescartera Dinero A.V., S.A.

Por otro lado, durante el ejercicio, la Gestora del FOGAIN, a través de su Director General, ha estado activamente presente, como invitado, en el Comité Consultivo de la CNMV. Esta asistencia ha servido para encauzar aquellas inquietudes e intereses del sector en un año como 2007, en el que se han promulgado una gran cantidad de normas.

En relación con lo anterior y como en años precedentes, el FOGAIN ha continuado fomentando el diálogo y la comunicación entre las entidades adheridas a través de grupos de trabajo y la remisión de comentarios e iniciativas a los reguladores. Durante 2007 ha centrado su actividad en cuestiones relacionadas con la aplicación de la MiFID, participando en los grupos creados por la CNMV de expertos en estas materias y, más recientemente, a la nueva regulación en materia de contabilidad y recursos propios de las empresas de servicios de inversión.

Por último, la Gestora ha mantenido permanentemente actualizada su página *web*, donde se recoge toda aquella información que puede ser de interés para un inversor, en relación con el sistema de cobertura que gestiona. Así, se recogen en la *web* tanto los supuestos de cobertura del FOGAIN como la relación de las entidades cubiertas y las que lo han dejado de estar; también se proporciona la posibilidad de descargar y rellenar directamente el formulario de solicitud de indemnización. Adicionalmente, esta *web* mantiene un apartado de acceso restringido a sus entidades adheridas y accionistas que pretende ser un cauce de información hacia las mismas sobre la actividad de la Gestora.

13. Actuaciones disciplinarias

La CNMV tiene atribuida la potestad sancionadora en relación con las infracciones de las normas de ordenación o disciplina del mercado de valores. Estas normas le otorgan la competencia para la incoación e instrucción de los correspondientes expedientes sancionadores. Asimismo, puede sancionar directamente las infracciones leves y graves. La sanción de las infracciones muy graves corresponde al Ministro de Economía y Hacienda, a propuesta de la CNMV, y previo informe de su Comité Consultivo.

En el ejercicio de dicha potestad el número de expedientes sancionadores incoados durante el año 2007 ha sido inferior al de 2006, si bien, al igual que en dicho ejercicio, la mayoría reviste especial complejidad y trascendencia al tratarse de conductas calificadas como presunto abuso de mercado, cuya investigación resulta siempre compleja. También hay que destacar la incoación de un expediente por una conducta de obstrucción a la actuación supervisora de la CNMV por desatender los requerimientos de información y documentación por parte de una persona sometida a una investigación por presunto uso de información privilegiada.

Durante el ejercicio 2007 se concluyeron nueve expedientes sancionadores, en los que las resoluciones sancionadoras se refieren a infracciones de diversa naturaleza, aunque los más significativos se refirieron a prácticas de uso de información privilegiada, prestación de servicios de inversión sin la habilitación preceptiva, suministro de información contable con irregularidades y vulneración del régimen jurídico aplicable a las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC).

Por otro lado, en el año 2007 se ha reiniciado la instrucción de dos expedientes sancionadores abiertos en ejercicios anteriores y suspendidos en su tramitación debido a que los hechos estaban siendo objeto de procedimientos penales, como consecuencia de haber recaído sentencias firmes de la Autoridad Judicial.

Todas las sanciones impuestas en 2007 fueron de carácter económico, con excepción de tres de inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en entidades financieras.

13.1 Expedientes sancionadores

13.1.1 Estadísticas

Durante 2007 el Comité Ejecutivo de la CNMV acordó la incoación de cuatro nuevos expedientes sancionadores en los que se analizaron un total de seis presuntas infracciones. Asimismo, la CNMV concluyó nueve expedientes que incluían un total de 15 infracciones.

El número de sanciones impuestas fue de 17. Tres consistentes en la inhabilitación para ejercer cargos de administración, o dirección en entidades financieras, por un plazo total de 18 años, y 14 de multa por un importe total de 18.630,4 miles de euros (véase cuadro 13.3).

En atención a la naturaleza de las infracciones investigadas en los diferentes expedientes sancionadores incoados o concluidos en 2007, destacan los siguientes rasgos (véase cuadro 13.4):

- Expedientes incoados: se imputaron cinco presuntas infracciones por uso de información privilegiada y una por obstruir la actuación de supervisión de la CNMV.
- Expedientes concluidos: fueron objeto de sanción el uso de información privilegiada (en tres expedientes), la prestación de servicios de inversión sin autorización para ello (en dos casos), la vulneración de las normas aplicables a las IIC (en tres expedientes), el suministro de información contable o de otra naturaleza con irregularidades (en el resto de expedientes).

Expedientes abiertos y concluidos en 2007

CUADRO 13.1

	2006	2007
Número de expedientes abiertos	10	4
Número de expedientes concluidos	14	9
De los cuales:		
– Abiertos en 2006	4	4
– Abiertos en 2005	10	4
– Abiertos en 2003	-	1

Fuente: CNMV.

Infracciones contempladas en los expedientes sancionadores

CUADRO 13.2

	2006	2007
1. Infracciones objeto de apertura de expediente	13	6
– Muy graves	9	4
– Graves	4	2
2. Infracciones en expedientes concluidos	22	15
Infracciones muy graves	11	10
– expedientes abiertos en 2006	1	5
– expedientes abiertos en 2005	10	4
– expedientes abiertos en 2003	-	1
Infracciones graves	11	5
– expedientes abiertos en 2006	3	1
– expedientes abiertos en 2005	8	4

Fuente: CNMV.

Sanciones impuestas

CUADRO 13.3

	2006			2007		
	Nº	Importe ¹	Periodo ²	Nº	Importe ¹	Periodo ²
Multa	29	2.366,6	-	14	18.630,4	-
Suspensión / limitación de actividades	1	-	0,25	-	-	-
Separación / Inhabilitación general	-	-	-	3	-	18

Fuente: CNMV.

1. En miles de euros.

2. En años.

La regulación y
supervisión de los
mercados de valores
Actuaciones disciplinarias

Número de infracciones de cada tipo en los expedientes sancionadores

CUADRO 13.4

	Abiertos		Cerrados	
	2006	2007	2006	2007
INFRACCIONES MUY GRAVES	9	4	11	10
No declaración / incorrecta comunicación de participaciones significativas	3	-	1	2
Realización de actividades no permitidas	2	-	1	2
Manipulación de mercado	-	-	1	-
Incumplimiento de coeficientes	-	-	-	-
No comunicación hechos relevantes/información engañosa, inexacta o con omisiones relevantes	-	-	-	1
Incumplimiento normativa general del mercado de valores	-	-	3	-
Incumplimiento normativa general de las IIC	-	-	-	-
Irregularidades contables	1	-	-	3
Emisiones no registradas	-	-	-	-
Información privilegiada	3	3	5	2
Resistencia a la actuación inspectora	-	1	-	-
INFRACCIONES GRAVES	4	2	11	5
Irregularidades contables	-	-	-	-
Realización de actividades no permitidas	-	-	1	-
Incumplimiento de coeficientes	-	-	-	-
Incumplimiento normativa general del mercado de valores	-	-	-	-
Incumplimiento normativa general de las IIC	-	-	-	3
Incumplimiento normas de conducta	-	-	3	-
Manipulación de mercado	-	-	1	-
Información privilegiada	1	2	-	1
No elaboración / publicación / remisión en plazo de informes preceptivos	3	-	6	1

Fuente: CNMV.

13.1.2 Registro público de sanciones por infracciones graves o muy graves

El registro público de sanciones incorporó en 2007 las siguientes resoluciones sancionadoras relativas a infracciones graves o muy graves:

- Resolución de 12 de febrero de 2007, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se da publicidad a las sanciones por infracción muy grave impuestas a

- conforme a lo establecido en el artículo 102 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
- Resolución de 12 de febrero de 2007, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se da publicidad a las sanciones por infracción grave impuestas a
conforme a lo establecido en el artículo 103 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
 - Resolución de 12 de febrero de 2007, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se da publicidad a la sanción por infracción muy grave impuesta a
conforme a lo establecido en el artículo 102 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
 - Resolución de 12 de febrero de 2007, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se da publicidad a la sanción por infracción muy grave impuesta a
conforme a lo establecido en el artículo 102 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
 - Resolución de 12 de febrero de 2007, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se da publicidad a las sanciones por infracción muy grave impuestas a
conforme a lo establecido en el artículo 102 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
 - Resolución de 28 de junio de 2007, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se da publicidad a las sanciones por infracciones graves impuestas a
conforme a lo establecido en el artículo 103 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
 - Resolución de 28 de junio de 2007, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se da publicidad a las sanciones por infracción muy grave impuestas a
y a su Administrador único
conforme a lo establecido en el artículo 102 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
 - Resolución de 28 de junio de 2007, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se da publicidad a la sanción por infracción muy grave impuesta a
conforme a lo establecido en el artículo 102 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
 - Resolución de 28 de junio de 2007, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se da publicidad a la sanción por infracción grave impuesta a
conforme a lo establecido en el artículo 103 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
 - Resolución de 28 de junio de 2007, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se da publicidad a la sanción por infracción grave impuesta a
conforme a lo establecido en el artículo 103 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
 - Resolución de 28 de junio de 2007, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se da publicidad a la sanción por infracción grave impuesta a
conforme a lo establecido en el artículo 103 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

conforme a lo establecido en el artículo 103 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

- Resolución de 12 de julio de 2007, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se da publicidad a las sanciones por infracciones graves impuestas a
conforme a lo establecido en el artículo 94 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC.
- Resolución de 27 de septiembre de 2007, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se da publicidad a las sanciones por infracciones muy graves impuestas a
conforme a lo establecido en el artículo 102 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
- Resolución de 8 de noviembre de 2007, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se da publicidad a la sanción por infracción grave impuesta a
, conforme a lo establecido en el artículo 103 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

13.1.3 Criterios de interés

Ingresos, comisiones y gastos imputables a las IIC. Inversión de las IIC en otras IIC. Retrocesión de comisiones

La Ley 35/2003¹ de IIC, que entró en vigor el día 5 de febrero de 2004, derogó la Ley 46/1984², constituyendo actualmente la norma jurídica básica en la regulación del marco de actuación de esta clase de entidades. Este marco jurídico ha sido desarrollado reglamentariamente, en primer lugar por el Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre (en adelante, RIIC antiguo) que estuvo vigente hasta el 9 de noviembre de 2005, en cuanto no se opusiera a la Ley 35/2003 y, en segundo lugar, por el Real Decreto 1309/2005³ (en adelante, RIIC nuevo). Dicho marco es completado por las disposiciones contenidas en la LMV que resultan por su tenor de aplicación a las IIC.

Este conjunto de disposiciones reguladoras de las IIC impone a las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC), entre otras, el cumplimiento de un estricto régimen jurídico de normas de conducta a las cuales deben sujetar el ejercicio de sus funciones y responsabilidades.

Así, por lo que a dichas normas de conducta se refiere, la vigente Ley 35/2003 se ha limitado a recordar su aplicación, sin que supusiera en esencia ningún cambio al respecto. Tanto por lo dispuesto en su artículo 65 (a partir de su entrada en vigor y por la referencia que incluye al Título VII de la LMV) como por lo establecido en los artículos 78 y 79 (Título VII) de la LMV, durante la vigencia de la Ley 46/1984 las SGIIC tienen la obligación de cumplir una serie de normas de conducta y están sujetas al régimen sancionador previsto en caso de su incumplimiento. En concreto, y

1. Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

2. Ley 46/1984, de 26 de diciembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

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

según lo que prevén los citados artículos, las SGIIC tienen la obligación de respetar las siguientes normas, principios y requisitos:

- a) Normas (artículo 78 de la LMV):
 - Las normas de conducta contenidas en el Título VII de la LMV.
 - Los códigos de conducta que, en desarrollo de las normas a que se refiere el apartado anterior, apruebe el Gobierno o, con habilitación expresa de éste, el Ministro de Economía, a propuesta de la CNMV.
 - Las contenidas en sus propios reglamentos internos de conducta.
- b) Principios y requisitos:
 - Organización de forma que se reduzcan al mínimo los riesgos de conflictos de interés y, en situación de conflicto, dar prioridad a los intereses de sus clientes sin privilegiar a ninguno de ellos (artículo 79, letra b, de la LMV).
 - Establecimiento de las medidas necesarias para que no surjan conflictos de interés en la toma de decisiones, tanto en el seno de la propia entidad como entre las distintas entidades pertenecientes a un mismo grupo⁴.
 - Actuación, en el ejercicio de sus actividades, con imparcialidad y sin anteponer los intereses propios a los de sus clientes, en beneficio de éstos y del buen funcionamiento del mercado⁵.

La aplicación de estos principios y requisitos de conducta a las SGIIC, dadas las peculiaridades propias de las IIC, es objeto de consideración en el artículo 46.2 de la Ley 35/2003, según el cual es obligación de las SGIIC actuar en beneficio o interés de los partícipes de las IIC cuyos activos administren. La misma obligación figuraba en el artículo 29.1 de la Ley 46/1984.

A efectos disciplinarios, los artículos 32.4.m y 32.3.j de la Ley 46/1984 calificaban como infracción muy grave o grave, respectivamente, *“el incumplimiento de las demás obligaciones y prohibiciones establecidas en esta Ley (...)”*, atendiendo a la gravedad del peligro o lesión producida en los intereses de los inversores.

Por su parte, la Ley 35/2003 califica en sus artículos 80 n y 81 h como infracción muy grave o grave, respectivamente, *“el incumplimiento por parte de las sociedades gestoras de las funciones y obligaciones contempladas en el artículo 46...”*, en función de que conlleve o no un perjuicio grave para los inversores.

El cumplimiento por las SGIIC de estas obligaciones, principios y requisitos de conducta cuando actúan en el ejercicio de su actividad exige una interpretación teleológica y sistemática de los mismos. Esto es, que las sociedades afectadas interpreten y, principalmente, apliquen las normas a las que están sujetas, armónica y conjun-

4. Artículo 3.4 del Código General de Conducta de los Mercados de Valores, Anexo del Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre Normas de Actuación en los Mercados de Valores y Registros Obligatorios.

5. Artículo 1 del Código General de Conducta de los Mercados de Valores, Anexo del Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre Normas de Actuación en los Mercados de Valores y Registros Obligatorios.

tamente consideradas, con respeto tanto a la literalidad como al espíritu de las mismas, en especial en lo que se refiere a aquellas que incorporan derechos o intereses de los partícipes y accionistas de las IIC cuyos activos administren. Por otra parte, resulta exigible que las SGIIC actúen de forma autónoma en el ejercicio de sus funciones, con independencia y neutralidad respecto a otras entidades del grupo al que pertenezcan, de modo que no se originen conflictos de interés en su seno o se sometan a intereses de éstas.

En este contexto, cobran especial relevancia las normas que establecen el régimen de ingresos, comisiones y gastos imputables a las IIC que se gestionan, en definitiva, de los resultados y rendimientos que corresponden al patrimonio ajeno administrado. Dada la naturaleza de la inversión colectiva, la posición del partícipe frente a las SGIIC requiere una especial protección en este ámbito.

Este régimen venía definido jurídicamente en los artículos 21.2 y 22 de la Ley 46/1984, y actualmente por el artículo 8 de la Ley 35/2003. Adicionalmente, en los artículos 35.1, 44.1 y 45 del RIIC antiguo y actualmente por el artículo 5 del RIIC nuevo. En ambos textos legales se indica expresamente que dicho régimen se establece *en garantía de los intereses de los partícipes* y, por tanto, su correcta aplicación por las SGIIC constituye pieza básica respecto a su obligación de actuar en el ejercicio de sus funciones en tal sentido, según resulta de los artículos 29.1 y 46.2 de la Ley 46/1984 y de la Ley 35/2003, respectivamente.

De acuerdo con las normas citadas, resulta, por una parte, que la totalidad de los ingresos o rendimientos asociados u obtenidos por un FI deben imputársele a él como inversión del patrimonio separado que constituye. Del mismo modo, resulta que sólo deben detrarse de éste las comisiones y gastos que se le pueden imputar y que en nuestra normativa están tasados. En concreto, se limitan a la comisión de gestión y depósito, sujetas a límites máximos, y a otros gastos previstos en el Reglamento de Gestión que sean necesarios para el cumplimiento de la normativa vigente, en especial los de auditoría y custodia.

Así se establecía en el artículo 21.2 de la Ley 46/1984: *“Los resultados serán la consecuencia de deducir a la totalidad de los rendimientos obtenidos por el Fondo la comisión de la gestora y los demás gastos previstos en el Reglamento de cada fondo, entre los que se incluyen los gastos de custodia y de auditoría”*.

Igualmente, el artículo 6 de la Ley 35/2003 establece que: *“El patrimonio de los fondos de inversión se constituirá con las aportaciones de los partícipes y sus rendimientos”* y el artículo 8 enumera las comisiones y gastos que corresponde cargar a los fondos de inversión, entre los que se encuentra la comisión de gestión. En cualquier caso, comisiones y gastos previstos en sus folletos y debidamente informados a los partícipes, de tal manera que estén en posición de ejercer, en su caso, los demás derechos que las normas les otorgan.

Como la CNMV recordó en la Comunicación de 20 de febrero de 2006 a las gestoras de IIC, *“(…) con el fin de promover la observancia general de las normas sobre gastos imputables a los fondos de inversión - contenidas en los artículos 8 de la Ley de IIC y 5 de su Reglamento- y de defensa por las sociedades gestoras del interés de los partícipes – contenidas especialmente en los artículos 46.2 y 65 de la Ley de IIC y 78 y 79 de la Ley del Mercado de Valores-, la CNMV desea recordar a todas las sociedades gestoras algunas reglas básicas derivadas de tales preceptos:*

- *Únicamente pueden repercutirse a un fondo de inversión aquellas comisiones y gastos que estén expresamente previstos en su folleto informativo, siempre que, además, respondan a servicios efectivamente prestados al fondo, resulten imprescindibles para su funcionamiento y no correspondan a servicios inherentes a las funciones de la gestora o del depositario.*
- *La retrocesión de comisiones de gestión en función del volumen invertido por un fondo de inversión español en otras IIC es una práctica de mercado legítima, siempre que el importe retrocedido se abone al fondo y, en consecuencia, minore los costes de su inversión. En caso contrario –por ejemplo, si el importe retrocedido se abonara a la gestora- el fondo estaría soportando un injustificado sobre-coste que no correspondería a ningún servicio efectivo.*
- *La adquisición por un fondo de inversión de clases o series de acciones o participaciones en IIC extranjeras con comisiones más altas (esto es, series caras) cuando por el volumen invertido hubiera podido invertir en otras clases con menores comisiones, es contrario al interés del fondo y al de sus partícipes. Se exceptúa el supuesto de que dicha comisión sea objeto de retrocesión, de forma que su cuantía neta sea igual o inferior a la comisión neta que el fondo hubiera soportado si hubiera invertido en series baratas.*
- *La imputación de gastos y comisiones a una SICAV deberá atenerse a lo acordado entre la SICAV y su gestora. No obstante, la percepción por la gestora o por alguna entidad de su grupo de retrocesiones que tengan su origen en inversiones de la SICAV entraña un conflicto de interés y exigirá que la gestora informe detalladamente al Consejo de Administración de la SICAV, y éste a la Junta General, cuantificando periódicamente el importe retrocedido”.*

En el año 2007 la CNMV impuso una sanción de un millón de euros a una SGIIC por la comisión de una infracción grave del artículo 81 h de la Ley 35/2003, en relación con el artículo 46.2 del mismo texto legal, por incumplimiento continuado desde el año 2001 y hasta agosto de 2005 del régimen de comisiones y gastos imputables a los FI, tratándose de fondos y SICAV de fondos, cuando invierten en fondos extranjeros.

La conducta objeto de reproche disciplinario consistía en aplicar a los fondos y SICAV de fondos por ella administradas, cuando invertían en fondos extranjeros, un régimen de comisiones y gastos imputados que se materializaba en dos hechos :

- La inversión en clases de acciones con mayores comisiones. La gestora invertía la cartera de las IIC administradas en otras IIC extranjeras de acuerdo con las políticas de inversión previstas en los folletos informativos. Sin embargo, dichas inversiones se efectuaban de forma sistemática en clases de acciones destinadas a inversores particulares (series o clases de acciones caras, aún cuando en ocasiones fueran las más caras disponibles), en lugar de en clases destinadas a inversores institucionales (series o clases de acciones baratas), con comisiones de gestión más reducidas, aún cuando los importes invertidos superaran los mínimos exigidos a cada inversor para acceder a las clases institucionales.
- Retrocesión de comisiones a la sociedad de valores del grupo. Las IIC administradas por la gestora no recibían importe alguno de las retrocesiones realizadas por las gestoras de los fondos extranjeros o de la plataforma a través de la cual se efectuaban parte de las inversiones de parte de las comisiones generadas por las

mismas en función del volumen invertido. Era la sociedad de valores quien recibía íntegramente las mismas.

13.2 Novedades introducidas por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, en relación con las infracciones y sanciones de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores

Con fecha 20 de diciembre de 2007 se publicó en el BOE la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. De conformidad con su Disposición Final Sexta, dicha ley entró en vigor al día siguiente de su publicación.

Esta Ley introduce una serie de novedades en el catálogo de infracciones y sanciones vigentes hasta el 21 de diciembre de 2007.

En este sentido, y sin ánimo de ser exhaustivos, se introducen las siguientes novedades en relación con las infracciones (artículos 99 y 100 de la LMV):

- En relación con las obligaciones contempladas en el Capítulo II del Título VII, relativo a abuso de mercado. La nueva Ley incluye un nuevo tipo muy grave (artículo 99 o bis) respecto a la obligación de adoptar las medidas preventivas, recogidas en los artículos 81.4, 83 y 83 bis de la Ley, cuando el incumplimiento de dicha obligación haya tenido lugar con ocasión de una operación concreta constitutiva de información privilegiada, introduciéndose, además, una infracción grave, tipificada en el artículo 100 x ter, cuando la adopción de dichas medidas sea insuficiente.

Asimismo, el artículo 100 x incluye, como infracción grave, el incumplimiento de las obligaciones contempladas en el artículo 82 (comunicación de hechos relevantes), cuando de ello no se derive un perjuicio grave para el mercado, de conformidad con lo establecido en el primer inciso de la letra ñ del artículo 99.

Finalmente, la letra x bis del artículo 100 tipifica como infracción grave el incumplimiento de la obligación de comunicar operaciones sospechosas prevista en el artículo 83 quater.

- El artículo 100 t califica como infracción grave, a diferencia de lo dispuesto en el texto vigente hasta finales de 2007, no sólo los incumplimientos de las normas de conducta recogidas en el Capítulo así denominado (tras la reforma, artículos 79 a 79 sexies), sino también el incumplimiento de los apartados 2 y 3 del artículo 70 ter, relativo a los requisitos de organización interna que deben cumplir las empresas que prestan servicios de inversión y del 70 quater, relativo a los conflictos de interés.

En este sentido, y en relación con los incumplimientos relacionados con el artículo 70 ter, el artículo 99 l califica como infracción muy grave la falta de procedimientos, políticas o medidas de organización interna contemplados en los apartados 1 y 2 del artículo 70 ter o el incumplimiento, no meramente ocasional o aislado, de la obligación de llevanza de los registros establecidos en la letra e del apartado 1 del 70 ter o su llevanza con vicios esenciales, así como la obligación de separación efectiva recogida en la letra f del apartado 1 y en la letra c del apartado 2 del 70 ter.

Por su parte, la letra z bis de dicho artículo 99 califica como infracción muy grave la falta de medidas o de políticas de gestión de conflictos de interés o su inaplicación no ocasional o aislada previstas en el artículo 70 quater, así como el incumplimiento de las obligaciones de información previstas en el artículo 79 bis o la falta de registro de contratos regulado en el 79 ter, cuando hubiera perjuicio para los clientes.

Finalmente, el artículo 99 z ter tipifica como infracción muy grave la falta de políticas de gestión y ejecución de órdenes de clientes contempladas en el artículo 79 sexies, su inaplicación no ocasional o aislada o su aplicación sin haber obtenido el consentimiento previo de los clientes, cuando de ello se derive perjuicio para los mismos.

- En relación con la obligación de comunicación de operaciones recogida en el Capítulo IV BIS del Título IV de la Ley (Mercados Oficiales Secundarios de Valores) y establecida en el artículo 59 bis, artículo único de dicho Capítulo, la Ley 47/2007 introduce una doble calificación de la obligación de comunicar por parte de los sujetos obligados: (i) como infracción muy grave cuando la no remisión de las comunicaciones es reiterada (letra ll del artículo 99), y (ii) como infracción grave (letra j bis del artículo 100) cuando la no remisión no sea reiterada o cuando la remisión de las comunicaciones sea reiteradamente defectuosa.
- Por lo que se refiere al gobierno corporativo, se amplía el artículo 100 b bis en el que se tipifican, además de los incumplimientos ya contemplados por el texto anterior, el incumplimiento de las obligaciones establecidas en los artículos 113 (de la Junta General de accionistas), 114 (deberes de los administradores) y 115 (del Consejo de Administración), así como el carecer las entidades emisoras de valores admitidos a cotización de un Comité de Auditoría.
- En relación a las empresas de servicios de inversión, de conformidad con el nuevo texto legal, se califica como infracción muy grave, de la letra e ter del artículo 99, el incumplimiento de las políticas específicas que, con carácter particular, hayan sido exigidas por la CNMV a una empresa de servicios de inversión o grupo consolidable en materia de provisiones, reparto de dividendos, tratamiento de activos o reducción del riesgo inherente a sus actividades, productos o sistemas, cuando dicho incumplimiento consista en no haber adoptado las referidas políticas en el plazo y condiciones fijadas al efecto y dicho incumplimiento ponga en peligro la solvencia o viabilidad de la empresa o del grupo. Si dicho incumplimiento no pone en peligro la solvencia o viabilidad de la entidad o del grupo es tipificado como una infracción grave, de conformidad con lo dispuesto en la letra ñ del artículo 100.

Asimismo, la Ley 47/2007 incluye como nueva infracción muy grave, tipificada en la letra e quater del artículo 99, el incumplimiento de las restricciones o limitaciones impuestas por la CNMV respecto de los negocios, las operaciones o la red de una determinada empresa de servicios de inversión o grupo consolidable.

Por su parte, el literal de la letra u del artículo 99 se amplía al calificar como infracción muy grave no solo la adquisición o aumento de una participación significativa en una empresa de servicios de inversión con incumplimiento de las previsiones legales, sino también su reducción, aplicando esta misma calificación al incumplimiento de las normas que regulan las participaciones en el capital de las sociedades que administren mercados secundarios oficiales (apartado 6 del

artículo 31) y las participaciones en el capital de la Sociedad de Sistemas (apartado 3 del artículo 44 bis).

Asimismo, la letra u del artículo 99 contempla el incumplimiento de forma reiterada de la obligación de las empresas de servicios de inversión de comunicar su composición accionarial, así como sus alteraciones (artículo 69 bis), tipificándose como infracción grave este incumplimiento cuando se produzca de forma no reiterada (letra k del artículo 100).

Finalmente, la letra g bis del artículo 100 tipifica como infracción grave el incumplimiento de la obligación de hacer pública la información sobre solvencia a que se refiere el artículo 70 bis, así como su publicación con omisiones o datos falsos, engañosos o no veraces.

En cuanto a las novedades introducidas por la Ley 47/2007 en las sanciones (artículo 102 a 106) cabe destacar:

- Las letras a del artículo 102 y 103 pasan a tener una nueva redacción. Deja de ser el criterio principal para el cálculo de la multa el beneficio bruto y de utilizarse el resto de forma subsidiaria en los casos en que no pudiera cuantificarse aquél. Con la redacción actual ningún criterio prima sobre otro, sino que la multa asciende hasta la cantidad mayor resultante de aplicar los criterios previstos. A este respecto, es interesante señalar que, tanto en el artículo 102 (sanciones por infracciones muy graves a imponer al infractor) como en el artículo 103 (sanciones por infracciones graves), la multa genérica se ha elevado a 600.000 y 300.000 euros, respectivamente.

Asimismo, ha de destacarse que en el artículo 102 se ha introducido un párrafo final que, en caso de que la infracción sancionada sea el incumplimiento de la reserva de actividad previsto en la letra q del artículo 99, pretende, por un lado, clarificar qué debe entenderse por beneficio bruto a la hora de cuantificar la sanción en estos supuestos, así como establecer una multa mínima que se fija en 600.000 euros.

- Los artículos 105 y 106, que recogen las sanciones a aplicar por la comisión de infracciones muy graves o graves a las personas físicas que ejerzan cargos de dirección o administración cuando el infractor sea una persona jurídica, permiten, con la nueva redacción, la imposición de una o más de las sanciones contempladas en dichos artículos.

Finalmente, el artículo 106, siguiendo el mismo criterio que se establece en los párrafos finales de los artículos 102, 103 y 105 prevé la imposición de una sanción mínima en aquellos supuestos en que la infracción grave cometida sea la tipificada en la letra x del artículo 100 en relación con el incumplimiento de las obligaciones establecidas en el artículo 81.

13.3 Servicio contencioso: revisión judicial de resoluciones sancionadoras y otras actuaciones ante los órganos jurisdiccionales

La sanción tiene como corolario en nuestro ordenamiento jurídico la posibilidad de revisión de las resoluciones sancionadoras por la jurisdicción administrativa, que corresponde al Ministerio de Economía y Hacienda, y por la jurisdicción contencio-

so-administrativa en vía judicial, todo ello sin perjuicio de las actuaciones realizadas por la CNMV ante dichos órganos en defensa de los intereses generales a ella encomendados.

Dentro de estas funciones, corresponde a la Dirección del Servicio Contencioso y del Régimen Sancionador cumplir los trámites previstos en la Ley Reguladora de la Jurisdicción Contencioso-Administrativa y colaborar en la defensa de las resoluciones sancionadoras impugnadas, así como respecto del resto de resoluciones dictadas por la CNMV en el marco de sus competencias.

En este sentido, el Ministerio de Economía y Hacienda (véase cuadro 13.5) resolvió en 2007 seis recursos de alzada y uno de reposición contra resoluciones de la CNMV, de las que cuatro eran sancionadoras. En todos los casos se confirmaron las resoluciones recurridas.

En vía judicial se han resuelto 36 recursos contencioso-administrativos interpuestos contra actos o resoluciones de la CNMV, 21 de ellas sancionadoras acordadas por la CNMV o, en su caso, el Ministerio de Economía y Hacienda (véase cuadro 13.5 y Anexo IV.4). Excepto en un supuesto, las sentencias recaídas confirman las sanciones impuestas.

Asimismo, y dando cumplimiento al principio general imperativo de prestar la colaboración requerida a Jueces y Tribunales, la Dirección del Servicio Contencioso y del Régimen Sancionador de la CNMV asiste en el ejercicio de sus funciones a los Jueces y Tribunales de toda índole, especialmente de la vía civil y de la penal. En este último caso, fundamentalmente en procesos relativos a posibles delitos de estafa o apropiación indebida y de uso de información privilegiada.

En el marco de esta colaboración, la suma total de solicitudes tramitadas en 2007 ascendió a la cifra de 81.

Procedimientos en los que ha intervenido la CNMV en 2007		CUADRO 13.5
	Interpuestos	Resueltos
Recursos administrativos	4	7
Alzada	3	6
Reposición	1	1
Recursos Contencioso – administrativos	12	36
Solicitudes tramitadas		
Colaboración con tribunales	81	

Fuente: CNMV.

13.4 Advertencias sobre entidades no autorizadas

A través de la página *web*, la CNMV publica advertencias dirigidas a los inversores sobre entidades no registradas que han sido detectadas por ella misma o por otros supervisores.

En este sentido, ha de informarse que en el año 2007 la página de presentación del epígrafe de “Advertencias al Público” recogido en la página *web* de la CNMV ha sido modificada, incluyéndose una presentación más sencilla y rápida de las adverten-

cias publicadas. Como consecuencia de esta modificación, las “Advertencias de Reguladores Extranjeros” pueden ser consultadas distinguiéndose entre las “realizadas frente a entidades no autorizadas” y “otras advertencias”, que se refieren a determinadas conductas o actuaciones irregulares detectadas por los supervisores internacionales.

Finalmente, se ha incluido un buscador específico de “advertencias”, que permite seleccionar las advertencias a consultar en virtud de una serie de criterios, así como un enlace con el buscador de entidades habilitadas que tiene como finalidad que el consultante pueda comprobar si la entidad que busca se encuentra o no habilitada para prestar servicios de inversión.

En el año 2007 se difundieron las siguientes advertencias (véase anexo IV.5):

- Once advertencias en virtud de lo establecido en el artículo 13 de la LMV, que encomienda a la CNMV velar por la protección de los inversores promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para la consecución de este fin.
- Al amparo de la cooperación internacional, 178 comunicaciones procedentes tanto de países europeos como del resto del mundo que se refieren a entidades no autorizadas y 16 incluidas en el nuevo capítulo de “otras advertencias”.

14. Actividades internacionales

14.1 Introducción

La cooperación entre supervisores tanto en el ámbito nacional como en el internacional es imprescindible para asegurar la eficacia de su actuación, especialmente en un marco de creciente integración de los mercados financieros. Esta necesidad se ha hecho especialmente visible en 2007, como consecuencia de las turbulencias de los mercados internacionales derivadas del inicio de la crisis de las hipotecas de alto riesgo o *subprime* en Estados Unidos. Esta crisis ha adquirido una dimensión supranacional e intersectorial muy pronunciada, lo que ha subrayado la conveniencia de perfeccionar los mecanismos existentes de cooperación y de revisar normas y prácticas relevantes para la actividad financiera global.

En este contexto, la actuación de la CNMV en el área internacional ha seguido estando centrada en su participación tanto en las instituciones que agrupan a los reguladores de valores –Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR en su acrónimo inglés) y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO)- como en aquellos grupos de trabajo con un componente intersectorial: *Joint Forum* y *3L3*, que agrupan reguladores de banca, valores y seguros en el ámbito mundial y europeo respectivamente.

Adicionalmente, la CNMV ha venido desempeñando, como en otros años, tareas de asistencia y asesoramiento a las autoridades españolas en su participación en las instituciones de la Unión Europea. En este sentido, hay que destacar la asistencia regular de la CNMV, como asesora de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, al Comité Europeo de Valores y su participación, conjuntamente con la Dirección General del Tesoro y el Ministerio de Justicia, en la revisión del derecho societario comunitario.

Asistencia a reuniones internacionales y asistencias técnicas

CUADRO 14.1

	Número de reuniones	
	2006	2007
CESR	73	84
IOSCO	59	42
Unión Europea	26	18
OCDE	7	6
Otros foros	34	30
Total	199	180
Misiones de asistencia técnica	4	4

Fuente: CNMV.

Asimismo, la CNMV ha continuado prestando asistencia técnica a la Comisión Europea en la evaluación de los sectores financieros de países candidatos a integrarse en la Unión Europea y ha mantenido una colaboración intensa con los países y autoridades financieras de la región iberoamericana.

El cuadro 14.1 muestra la participación de la CNMV en reuniones internacionales así como las asistencias técnicas prestadas en 2007 y su comparación con 2006.

En los siguientes epígrafes se resumen las principales actividades realizadas en 2007 por los foros internacionales donde participa la CNMV.

14.2 Comité Europeo de Reguladores de Valores

La revisión del denominado proceso o sistema Lamfalussy ha marcado en 2007 -y seguirá haciéndolo en 2008- una parte importante de la agenda de CESR. El proceso Lamfalussy, ideado por la Comisión Europea en 2001 como forma de agilizar inicialmente la regulación de los mercados de valores, fue posteriormente extendido a los sectores de banca y de seguros. En la actualidad, la creación de normas financieras así como su seguimiento descansa en este procedimiento.

Desde la implantación de dicho proceso, la creación, desarrollo y seguimiento de la regulación financiera está dividido en cuatro niveles: el primero de ellos consiste en la elaboración de Directivas de carácter marco o general mediante el proceso de co-decisión entre el Consejo y el Parlamento; el segundo nivel corresponde a normas de desarrollo elaboradas por la Comisión Europea con el asesoramiento de los comités sectoriales, CESR en el caso de valores. Un tercer nivel afecta a la convergencia en la aplicación de la normativa a través de estándares o guías, actividad que está reservada a los comités sectoriales. Un cuarto y último nivel está reservado a la propia Comisión Europea en el seguimiento y vigilancia de la aplicación de la normativa.

En el marco de este proceso, CESR -y los otros comités sectoriales de banca y de seguros- ha quedado configurado como un comité asesor de la Comisión Europea a la que ayuda a establecer los detalles técnicos de la legislación de valores y que, al mismo tiempo, trabaja en la convergencia en la implementación técnica de las normas.

A pesar del avance, en términos de legislación y supervisión financiera, que ha supuesto la implantación de este proceso, se han detectado algunas deficiencias en su funcionamiento. Éstas atañen, sobre todo, a la ausencia de un reconocimiento legal de los comités sectoriales en el marco de la regulación comunitaria, lo que hace que sus decisiones no sean vinculantes. Adicionalmente, el hecho de que sus decisiones tengan que ser tomadas por unanimidad debilita también su normal funcionamiento.

Durante 2007 CESR ha contribuido, junto con otros grupos de trabajo y comités, a la revisión del proceso Lamfalussy, para lo cual creó un grupo de trabajo específico de presidentes.

En diciembre de 2007 el Ecofin, una vez analizadas las diferentes contribuciones, estableció una hoja de ruta para la revisión del proceso Lamfalussy que asigna diferentes tareas a los comités sectoriales financieros sobre mandatos comunes, mayoría cualificada en el proceso de votación y fortalecimiento de las reco-

mendaciones y guías emitidas por dichos comités (ver recuadro al final del capítulo).

A lo largo de 2007, además de la actividad relacionada con la revisión del sistema Lamfalussy, CESR continuó con las tareas de asesoramiento y convergencia en la aplicación de las normas técnicas. Las áreas de actuación más relevantes son las señaladas a continuación.

Información Financiera

Al igual que ha venido sucediendo en años anteriores, CESR continuó trabajando en 2007 en la aplicación homogénea de las Normas Internacionales de Información Financiera –NIIF– con el fin de reforzar su convergencia en el ámbito de la Unión Europea. Para ello, CESR analizó las decisiones en materia contable adoptadas por sus miembros –comisiones de valores u otras autoridades competentes– con el fin de promover criterios comunes de actuación. Una parte de estas decisiones son publicadas regularmente con el fin de informar a la comunidad financiera de las pautas seguidas por las autoridades.

Durante el año 2007 y la primera mitad de 2008, CESR ha asesorado a la Comisión Europea en materia de equivalencia de normas de contabilidad generalmente aceptadas en terceros países. Así, se ha publicado ya un informe sobre los estándares contables aplicados en Estados Unidos, Japón y China y está previsto un segundo que incluirá a Corea del Sur, Canadá e India. Sobre la base de estos informes, las autoridades europeas deberán adoptar, antes de finales de año, decisiones en esta materia que implicarán la autorización a los emisores para que remitan su información financiera siguiendo principios de contabilidad de terceros países que sean considerados equivalentes a los vigentes en la UE.

En 2007 las actividades de CESR en el ámbito de la información financiera incluyen la emisión de documentos relativos a la declaración sobre ajustes retroactivos en los estados financieros de 2006, la realización de un estudio sobre comunicación directa de los auditores con el público a través de las auditorías de los estados financieros y la publicación de un informe sobre la aplicación de las NIIF en la Unión Europea tras la obligatoriedad de las mismas a partir de 2005.

Desde enero de 2008, y por un periodo inicial de dos años, la presidencia de CESR-Fin –el grupo de trabajo sobre información financiera– ha sido asumida por D. Fernando Restoy, Consejero de la CNMV.

Convergencia de las Normas Internacionales de Información Financiera

En junio de 1973 los reguladores contables de diversos países crearon el Consejo del Comité de Normas Internacionales de Contabilidad (IASC) que, a partir de 2001 pasó a llamarse Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB)¹. El IASB elabora las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) que tienen la vocación de convertirse en el conjunto único de estándares contables aplicados en todo el mundo.

1. *International Accounting Standards Board* (IASB).

Desde la constitución del IASB, el número de países donde se aplican las NIIF ha crecido de forma sustancial, superando ya la centena. La Unión Europea se incorporó al proceso mediante el Reglamento 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de julio, que requiere la aplicación de las NIIF en las cuentas consolidadas de todos los emisores de valores en los mercados regulados de la UE, a partir de 2005.

En Estados Unidos, el proceso de implantación de las NIIF está menos avanzado. En septiembre de 2002, el IASB y el organismo encargado de elaboración de estándares de información financiera en Estados Unidos (FASB²) firmaron el Acuerdo de Norwalk, por el que ambos organismos se comprometían a lograr la compatibilidad entre ambos cuerpos normativos en el más corto periodo de tiempo. En 2005, la SEC³ publicó las condiciones (“Hoja de Ruta”) que deberían cumplirse para lograr el reconocimiento de las NIIF en EE.UU. -y eliminar, así, la necesidad de reconciliación- para los emisores de la UE en los mercados estadounidenses. Asimismo, el 27 de febrero de 2006 el IASB y el FASB alcanzaron un Acuerdo de Entendimiento (MoU) para intensificar el programa de convergencia. Fruto del trabajo previsto en la “Hoja de Ruta”, el 15 de noviembre de 2007 la SEC comunicó que los estados financieros de emisores de terceros países registrados en EE.UU., serían aceptados sin necesidad de realizar ninguna reconciliación con las normas estadounidenses (US GAAP⁴), siempre que estén preparados según las NIIF. Además, la SEC está estudiando en estos momentos la posibilidad de permitir a los emisores locales estadounidenses la opción de utilizar los US GAAP o las NIIF a partir de 2011.

En paralelo a este prometedor proceso de adopción global de las NIIF, en el seno de la UE se están preparando decisiones relativas a la autorización del uso de principios contables de terceros países, por parte de emisores extranjeros cotizados, o que estén solicitando admisión a cotización, en los mercados regulados de la UE. Tras un periodo transitorio, las normas contables locales de un tercer país sólo serán aceptadas de manera permanente si la Comisión Europea (CE) determina su equivalencia con las NIIF. En diciembre de 2007, la CE aprobó un Reglamento⁵ en el que adopta la definición de equivalencia, estableciendo un mecanismo para su determinación y unas condiciones transitorias para la aceptación de las normas contables de terceros países durante el periodo 2009-2011. Para la elaboración de este Reglamento y la adopción de decisiones concretas de equivalencia, la CE ha requerido el asesoramiento del Comité Europeo de Reguladores (CESR).

En marzo de 2008, CESR emitió, tras un periodo de consulta pública, su asesoramiento a la CE (CESR/08-179) sobre la decisión de equivalencia

2. *Financial Accounting Standards Board*, organismo emisor de las normas de contabilidad en EE.UU.

3. *Securities and Exchange Commission*.

4. *General Accepted Accounting Principles* de EE.UU.

5. Reglamento (CE) 1569/2007 de 21 de diciembre por el que se establece un mecanismo para la determinación de la equivalencia de las normas de contabilidad aplicadas por emisores de valores de terceros países, con arreglo a las Directivas 2003/71/CE y 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo.

de los estándares vigentes en Estados Unidos, Japón y China. En concreto, CESR propuso: i) declarar las normas estadounidenses equivalentes; ii) declarar las normas de Japón equivalentes siempre que se cumpla el programa oficial de convergencia.; y iii) posponer la decisión final sobre las normas de China hasta que se disponga de más información sobre su aplicación en la práctica. En la actualidad, CESR está realizando, a petición de la CE, ejercicios similares de evaluación de la equivalencia de las normas contables vigentes en Corea del Sur, Canadá e India. Antes de que finalice el año 2008 deberán adoptarse decisiones definitivas en esta materia.

Integridad del mercado

Otro de los objetivos relevantes de CESR es facilitar el intercambio de información de manera eficiente, eficaz y proactiva para reforzar la cooperación y la coordinación de las actividades de supervisión, inspección y sanción entre los países miembros de la Unión Europea. Para ello, CESR ha constituido un grupo de trabajo permanente que, además de lo anterior, ha elaborado medidas de implementación de la Directiva de Abuso de Mercado. Estas medidas abarcan la definición de información privilegiada en el ámbito de la Directiva, razones legítimas para retrasar la publicación de información relevante, en qué medida las órdenes de clientes pendientes de ejecutar constituyen información privilegiada y la concreción de las listas de iniciados.

Por último, CESR ha elaborado, a requerimiento de la Comisión Europea, un documento que compila las medidas administrativas y las sanciones que existen en los Estados miembros de la Unión Europea derivadas de la aplicación de la Directiva de Abuso de Mercado.

Revisión de los estándares y guías de CESR

A lo largo de 2007 CESR trabajó en la revisión de los estándares y guías que tanto esta institución como su antecesora, FESCO, han elaborado en los últimos años. Conviene recordar, a este respecto, que gran parte de estos estándares y guías sobre normas de conducta, mercados regulados y sistemas alternativos de negociación han sido incorporados en el nuevo marco legislativo surgido tras la implantación del Plan de Acción de Servicios Financieros. Es por ello por lo que CESR analizó la utilidad y conveniencia de su mantenimiento en el nuevo entorno legislativo, concluyendo que un número muy significativo de estos estándares y guías podían ser eliminados.

Otro trabajo relevante llevado a cabo por CESR en 2007 ha sido el análisis de los poderes y facultades de reguladores y supervisores europeos en la aplicación práctica de las diferentes directivas financieras. CESR publicó un protocolo y una metodología destinados a la autoevaluación de los reguladores en relación con la implementación de las Directivas, recomendaciones de CESR y facultades de supervisión. En 2007 se han realizado ejercicios de autoevaluación en las Directivas de Folletos y Abuso de Mercado. Estas actividades tendrán su continuación a lo largo de 2008.

MiFID

CESR realizó un considerable esfuerzo con vistas a los preparativos para la entrada en vigor de la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros –MiFID– el 1 de noviembre de 2007.

Antes de su entrada en vigor, los miembros de CESR suscribieron un compromiso por el que se respeta la continuidad de los negocios de las sucursales de las empresas de servicios de inversión de aquellos países que no habían transpuesto a tiempo la Directiva en sus ordenamientos jurídicos nacionales. De esta manera se daba continuidad a la actividad de las empresas de servicios de inversión que habían obtenido el pasaporte comunitario bajo el régimen de la anterior Directiva de Servicios de Inversión.

Asimismo, se elaboró un protocolo para la supervisión de las sucursales en el marco legal previsto por la MiFID. Este protocolo fortalece la cooperación entre las autoridades competentes para el ejercicio de sus funciones supervisoras en entidades con operativa transnacional. En concreto, el protocolo favorece la supervisión conjunta a través de programas comunes de inspección y las solicitudes de asistencia basadas en la asignación eficiente de los recursos de los supervisores.

Otro hecho muy destacable en 2007 ha sido la puesta en marcha por parte de CESR del mecanismo para el intercambio de información sobre las compra-ventas efectuadas en los mercados regulados. El mecanismo, conocido como *Transaction Exchange Mechanism* (TREM), es un sistema centralizado de intercambio de ficheros entre supervisores que cumple con los requerimientos de la MiFID relativos al intercambio de datos sobre transacciones entre supervisores. Aunque en una primera etapa sólo podrán intercambiarse datos sobre instrumentos financieros con código ISIN, está previsto que en subsiguientes etapas la capacidad del TREM sea ampliada para acoger todo tipo de instrumentos financieros negociados en los mercados de valores de la Unión Europea.

CESR publicó, además, un documento de recomendaciones y ejemplos en el que aclara el contenido relativo a la protección de los clientes, así como a la información que deben de recibir respecto a potenciales conflictos de interés en los proveedores de servicios financieros.

Por otra parte, hay que señalar la creación de dos subgrupos de trabajo de nivel 3 en materia de mercados y de intermediarios. Éste último está dirigido por la CNMV desde julio de 2007.

Instituciones de Inversión Colectiva –UCITS–

La actuación de CESR en el ámbito de las instituciones de inversión colectiva estuvo encaminada fundamentalmente a la finalización de las directrices sobre los activos aptos para la inversión de estas instituciones, incluyendo directrices específicas para la consideración de los índices de *hedge funds* como índices financieros.

Asimismo, CESR trabajó sobre el mandato de la Comisión Europea relativo a los requisitos que debe tener la información distribuida a los inversores que sustituirá al actual folleto simplificado.

Por último, CESR recopiló las prácticas de supervisión de las autoridades competentes de los Estados miembros de la Unión Europea y realizó un seguimiento de

las recomendaciones de la Comisión Europea sobre la utilización de derivados y control del riesgo por parte de las Instituciones de Inversión Colectiva.

Otras actuaciones

CESR realizó trabajos diversos en los ámbitos siguientes: folletos de emisión –particularmente en lo relacionado con la fijación de criterios comunes-; servicios post negociación – en su seguimiento del código de conducta de las entidades y en el proyecto de Target2 Securities -; y, por último, transparencia –en la fijación de los criterios para el desarrollo de una red de mecanismos de almacenamiento y difusión de información sobre sociedades cotizadas-.

Asimismo CESR constituyó en 2007 redes informales de contacto entre supervisores sobre ofertas públicas de adquisición de acciones y sobre gobierno corporativo.

Por último, a raíz de las turbulencias de los mercados y la crisis financiera, la Comisión Europea encargó a CESR evaluar el papel de las agencias de calificación crediticia (agencias de *rating*) en relación con los productos financieros estructurados, trabajo que continúa realizándose en la actualidad.

14.3. Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO)

La CNMV es miembro ordinario de IOSCO y participa activamente en los Comités Ejecutivo, Técnico y Regional Europeo de esta institución. Asimismo, la CNMV participa en los diferentes grupos de trabajo organizados por los mencionados comités, tanto en los de carácter permanente, como en aquellos que son establecidos para el examen de cuestiones concretas. Las actividades más relevantes llevadas a cabo por IOSCO en 2007 son descritas a continuación.

Turbulencias de los mercados y crisis financiera

Una parte de la actuación de IOSCO a lo largo de 2007 vino determinada por las turbulencias de los mercados originadas en Estados Unidos tras la crisis de las hipotecas de alto riesgo. La reacción de IOSCO a la crisis financiera ha estado coordinada con otros reguladores internacionales, en particular el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria, la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros y el Joint Forum, que han participado en un grupo de trabajo *ad hoc* creado por el Foro de Estabilidad Financiera. Este grupo se encargó de analizar las causas, extraer las lecciones de la crisis y establecer una serie de recomendaciones –a la industria y a los reguladores- para el fortalecimiento de los mercados e instituciones financieras.

La contribución de IOSCO a este grupo de trabajo del Foro de Estabilidad Financiera –cuyos resultados se harán públicos en el primer semestre de 2008- ha estado centrada en el análisis del papel que desempeñan las agencias de calificación crediticia en relación con los productos financieros estructurados y en la revisión del Código de Conducta de IOSCO que han suscrito estas agencias. En una fase posterior IOSCO examinará otras cuestiones relacionadas con la crisis como el control del riesgo que realizan los intermediarios financieros y la transparencia y la valoración de instrumentos financieros complejos.

IOSCO, tras su examen de la actividad de las agencias de calificación crediticia, ha promovido el reforzamiento de algunas áreas de actuación de las agencias. En concreto, se están considerando modificaciones del Código de Conducta encaminadas a incrementar la transparencia ante los usuarios del proceso de calificación de los instrumentos financieros complejos, a reforzar las medidas de control interno para evitar los potenciales conflictos de interés, a reformar la metodología empleada y a explicar mejor el alcance real de las calificaciones crediticias.

Contabilidad, auditoría y difusión de información

En materia contable cabe destacar la creación de una base de datos sobre aplicación de las NIIF que pretende proporcionar información a los emisores que les ayude a elaborar adecuadamente sus estados financieros y sirva, de igual modo, a los supervisores para conocer e intercambiar criterios de interpretación y aplicación de las NIIF.

En el ámbito de la auditoría, se hizo un continuo seguimiento de las nuevas normas internacionales emitidas por el Consejo Internacional de Auditoría –IAASB- con el objetivo de incrementar su claridad y homogeneidad. Asimismo se realizó un seguimiento de las actividades realizadas por el Comité de Ética de la Federación Internacional de Expertos Contables –IFAC- que incluye aspectos como la rotación de las firmas auditoras o los conflictos de interés con clientes.

Finalmente, hay que destacar la publicación de dos documentos en este campo. El primero establece una serie de principios sobre la información mínima que deben de contener los folletos de emisiones de renta fija realizadas por emisores extranjeros. El segundo documento describe la actuación de las entidades de propósito especial o vehículos especiales en la financiación obtenida por las empresas industriales o financieras.

Mercados secundarios

Lo más destacado en 2007 ha sido la publicación de un documento sobre el intercambio de información entre jurisdicciones para la supervisión de los mercados donde se establecen una serie de recomendaciones para su promoción y fortalecimiento. El documento contempla, también, las especificidades relativas al acceso remoto por vía electrónica de entidades de terceros países y a la negociación dual de un mismo emisor en distintas jurisdicciones.

Intermediarios

En 2007 se publicó un documento -cuyo origen es el informe sobre fortalecimiento de los mercados de capitales ante el fraude financiero -conocido como *Informe Parmalat*- que analiza con detalle la gestión que realizan los intermediarios financieros de los conflictos de interés que pueden surgir en las ofertas públicas de valores. El documento concluye que acuerdos previos entre el emisor y el intermediario pueden contribuir a solucionar alguno de los problemas identificados. Adicionalmente, se recomienda a los intermediarios el establecimiento de barreras de información entre distintos departamentos, procedimientos eficaces para la protección de sistemas informáticos y la aplicación de acuerdos de confidencialidad.

Intercambio de información. Acuerdo multilateral de IOSCO

En línea con el acuerdo adoptado por IOSCO en su plan estratégico, antes de 2010 todos sus miembros deberán ser signatarios del Acuerdo Multilateral sobre Consulta, Cooperación e Intercambio de Información. A finales de 2007 se habían incorporado como signatarios 47 jurisdicciones.

Este plazo límite obliga a todos los miembros de IOSCO a realizar un proceso de verificación de su legislación en el ámbito de la cooperación e intercambio de información. Para ello pueden contar con la asistencia técnica de otros miembros de IOSCO. La CNMV ha continuado en 2007 prestando asistencia técnica en esta materia, particularmente en la región iberoamericana.

Instituciones de inversión colectiva

La actuación en 2007 de IOSCO en este ámbito se ha materializado en la publicación de los siguientes documentos:

Acuerdos sobre comisiones en especie en las instituciones de inversión colectiva. Este documento examina la regulación en las distintas jurisdicciones sobre los acuerdos relativos a comisiones en especie -*soft commissions arrangements* en su terminología inglesa- aplicadas por los gestores de las instituciones de inversión colectiva. El documento pone de manifiesto la heterogeneidad de las regulaciones nacionales y establece, como principio general, que las comisiones en especie pueden ser permitidas siempre que los gestores aseguren la mejor ejecución, las reglas consten por escrito y sean comunicadas a los inversores y depositarios a través del folleto informativo.

Principios de gobierno de las instituciones de inversión colectiva. Este documento supone la continuación de otro aparecido en 2006 en el que se detallaban las diferentes estructuras legales que pueden adoptar las instituciones de inversión colectiva en cada jurisdicción. Este segundo documento contempla, entre otros aspectos, los criterios de independencia y las facultades y funciones de las entidades encargadas de su supervisión.

Principios sobre valoración y administración de los fondos de inversión alternativa. Este informe, que complementa otros realizados por IOSCO en años anteriores sobre fondos de inversión alternativa -*hedge funds*-, establece nueve principios relativos a la implantación por parte de entidades gestoras de sistemas y procedimientos para obtener una correcta valoración de los instrumentos financieros ilíquidos o complejos. Con ello se pretenden mitigar los conflictos de interés derivados del hecho que sea el propio gestor del fondo la principal fuente de información para la correcta evaluación, estableciendo, para ello, normas que refuercen su independencia y transparencia.

Otras actuaciones

IOSCO revisó en 2007 la actividad desarrollada por las entidades de capital riesgo -*private equity*-. En el documento que recoge el trabajo realizado, IOSCO identifica riesgos para los mercados financieros derivados de la actuación de estas entidades. Entre ellos se encuentran el aumento del apalancamiento en las operaciones finan-

cieras, la gestión de los conflictos de interés y la utilización de información privilegiada.

En 2007 se continuó revisando la actuación de las empresas de auditoría en su doble vertiente de prestadores de servicios de revisión de estados financieros como de otros complementarios. En el primer caso, se analizaron las implicaciones derivadas de la alta concentración en la profesión, mientras que en el segundo caso se estudió la relación entre estos servicios no específicos de auditoría con la propia independencia de los auditores.

También en 2007 IOSCO finalizó el estudio –liderado por la CNMV- sobre independencia de los miembros del Consejo de Administración de las compañías cotizadas y se inició un segundo estudio –que continuará a lo largo de 2008- sobre protección de los accionistas minoritarios.

Finalmente hay que señalar dos iniciativas de IOSCO ligadas a su funcionamiento interno y a su proyección exterior. La primera consiste en el establecimiento de un plan de acción –a desarrollar en los próximos años- para la revisión y actualización de los principios y objetivos de la regulación de IOSCO, así como de la metodología empleada para la autoevaluación que realizan los supervisores de su cumplimiento. La segunda de estas iniciativas corresponde al inicio de un diálogo –que pretende ser continuado- con la industria para recabar su opinión ante los trabajos emprendidos y, en su caso, formular sugerencias que pudiesen ser incluidas en su plan de actividades a medio y largo plazo.

14.4 Foros internacionales intersectoriales

A lo largo de 2007 la CNMV ha continuado participando activamente en diferentes foros internacionales de carácter intersectorial en los que ha colaborado con los otros supervisores sectoriales españoles, Banco de España y Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

Joint Forum

La CNMV es miembro fundador de este foro internacional que agrupa a supervisores de los tres sectores financieros: banca, valores y seguros. Su centro de interés es el análisis de los grandes grupos financieros complejos y diversificados y de su potencial influencia en la estabilidad financiera. Asimismo, el Joint Forum ha venido emitiendo principios de alto nivel –*outsourcing*, continuidad del negocio- que están orientados tanto a la industria como a los reguladores.

El Joint Forum basa su actuación en los mandatos recibidos de las asociaciones internacionales de reguladores –Comité de Basilea de Supervisión Bancaria, IOSCO y la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS) y, crecientemente, también del Foro de Estabilidad Financiera. A raíz de las turbulencias financieras iniciadas en el verano de 2007, este último ha encargado al Joint Forum la actualización de un informe anterior sobre transferencia de riesgo de crédito como contribución al examen de la crisis crediticia.

Otras actuaciones relevantes del Joint Forum en el año 2007 han cubierto las siguientes áreas:

Supervisión de conglomerados financieros: El resultado de la evaluación de los principios del Joint Forum sobre supervisión de conglomerados incluye los siguientes rasgos: dentro de cada jurisdicción, los conglomerados financieros no son supervisados por una única institución; existe una diversidad de enfoques por parte de los reguladores en la supervisión de conglomerados así como una creciente dificultad para establecer un nivel óptimo de capital y, por último, los supervisores se enfrentan a retos y desafíos derivados del hecho de que algunos conglomerados cuentan con la presencia de entidades no reguladas, por ejemplo *hedge funds*.

Identificación y gestión del riesgo de concentración. El estudio se centra en la utilización que las entidades financieras hacen de las pruebas de resistencia –*stress test*– así como de la actuación y las prácticas seguidas por los supervisores en la supervisión del riesgo de concentración. El informe, aunque finalizado a finales de 2007, se ha sometido a una última actualización en el primer trimestre de 2008 para incluir las respuestas de los supervisores y la industria ante las recientes turbulencias en los mercados financieros.

Adecuación de la clientela. El informe incorpora una extensa revisión de las prácticas de la industria en la comercialización de productos financieros a clientes minoristas, así como de la gestión del riesgo –legal, reputacional y operacional– que realizan las entidades en la comercialización de estos productos. Asimismo el informe incluye una revisión de las prácticas y normativa seguidas por los reguladores.

Trasferencia de riesgo de crédito. El Foro de Estabilidad Financiera requirió en 2007 al Joint Forum la actualización del informe sobre transferencia de riesgo de crédito de marzo de 2005 a la vista del pronunciado crecimiento de la variedad de instrumentos financieros y la irrupción de nuevos participantes en los mercados financieros, esencialmente *hedge funds* y vehículos especiales de inversión. Las turbulencias financieras de la segunda mitad de 2007 pusieron de manifiesto la importancia del informe de 2005, donde ya quedaban reflejados algunos de los riesgos a los que se enfrentaban tanto la industria como los supervisores. El producto final de esta revisión, que actualiza las recomendaciones de 2005, será incorporado al análisis global que el Foro de Estabilidad Financiera está llevando a cabo sobre la crisis crediticia.

3L3

En noviembre de 2005 se firmó un protocolo conjunto entre los tres comités financieros sectoriales: el Comité Europeo de Supervisores Bancarios –CEBS– el Comité Europeo de Supervisores de Seguros y Pensiones de Jubilación –CEIOPS– y CESR para coordinar su actividad en aquellas cuestiones de interés común y especialmente en la regulación y supervisión de entidades con presencia en los tres sectores financieros: banca, valores y seguros. Este protocolo supuso el inicio de los trabajos desarrollados por el grupo de trabajo del 3L3 compuesto por los presidentes y secretarios generales de estos tres comités de nivel 3.

La actividad más destacada en 2007 fue la confección de una agenda de trabajo a medio plazo que recoge las actividades a realizar en tres grandes líneas de actuación: la cooperación entre autoridades nacionales, el avance hacia la convergencia de las prácticas supervisoras y el desarrollo de herramientas y procedimientos de trabajo comunes.

A su vez, se han señalado cuatro áreas temáticas cuyo desarrollo es prioritario:

Delegación de tareas entre país de origen/país de acogida. En particular el trabajo que pueda realizarse en el campo de las normas de conducta y los temas anejos que pueden darse como son los recursos consumidos, el coste de la delegación, problemas legales y responsabilidad asumida por las partes.

Homogeneidad en la regulación. Sobre todo en lo referido a los requisitos exigidos para entidades financieras, dependiendo de si éstos están recogidos en diferentes directivas, por ejemplo la MiFID y la Directiva de Requisitos de Capital. Se trabajará en la armonización y coherencia legal de ambos textos.

Productos competitivos. Se profundizará en el estudio de las diferencias legales, fundamentalmente en lo relativo a normas de conducta y protección del inversor, de productos que puedan ser considerados como competitivos o sustitutivos, por ejemplo *unit links* y fondos de inversión.

Conglomerados financieros. Estos trabajos los coordinará y desarrollará el Comité Interino de Conglomerados Financieros en el que CESR mantiene un puesto de observador.

Por último, se desarrolló la denominada iniciativa de formación en el ámbito del 3L3 consistente en la promoción de cursos para supervisores de contenido intersectorial. El objetivo de estos cursos es fortalecer una cultura supervisora común. A lo largo de 2007 se organizaron cursos sobre evaluación de impacto y riesgo operacional a los que la CNMV asistió.

14.5. Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores –IIMV-

El IIMV es una institución con personalidad jurídica propia y plena independencia funcional. La CNMV colabora estrechamente con el IIMV en la tarea de impulsar el progreso y la modernización de los mercados de valores en Iberoamérica desarrollando programas de formación y cooperación.

Adicionalmente, la CNMV canaliza una parte muy importante de la cooperación con los supervisores iberoamericanos a través del IIMV, por ejemplo en la atención de visitas, cursos de formación o asesoría directa a los supervisores.

El IIMV está estructurado como un Patronato asesorado por un Consejo. La presidencia del Patronato ha sido asumida en 2007 por el presidente de la CNMV. A finales de 2007 la presidencia del Consejo pasó a estar desempeñada por la Comisión de Valores de Panamá.

En el área de formación, el IIMV organizó cursos para los supervisores iberoamericanos sobre las siguientes materias: la aplicación del estándar XBRL en la transmisión de información financiera; la organización de los mercados de renta fija pública y privada en los mercados centroamericanos de valores; la transparencia y la protección de los inversores; abuso de mercado; cumplimiento normativo, prevención del blanqueo de capitales y procedimiento sancionador en Iberoamérica.

El IIMV prestó una atención especial al área de la Titulización de Activos realizando dos sesiones específicas sobre esta materia y publicando el estudio *La titulización de créditos a PYMES en Iberoamérica*.

14.6 Otros foros y actividades

Mercado Ibérico de la Electricidad

La CNMV, junto a su homólogo portugués la CMVM y los reguladores energéticos de España y Portugal, Comisión Nacional de la Energía y ERSE respectivamente, forman parte del Consejo de Reguladores del Mercado Ibérico de la Electricidad (MIBEL). Este mercado se constituyó mediante un convenio internacional entre el Reino de España y la República Portuguesa.

El Convenio señala que la supervisión de los mercados integrantes del MIBEL –contado y a plazo– corresponde a los entes reguladores de la energía y de valores españoles y portugueses de los países donde aquellos se constituyan. El mercado a plazo o de derivados (OMIP) ha sido constituido en Portugal, siendo la Comisión de Valores portuguesa la autoridad competente en su supervisión. La CNMV, no obstante, colabora permanentemente con la Comisión de Valores de Portugal.

Entre los temas estrictamente financieros abordados por el MIBEL a lo largo de 2007, se encuentran los dos siguientes:

Liquidez OMIP. Durante 2007 el mercado a plazo mantuvo unos niveles muy bajos de liquidez, concentrando gran parte de su negociación en la participación obligatoria de los miembros en los mecanismos de subasta. Para subsanar esta situación el mercado ha incorporado dos figuras: por un lado, el creador de mercado desde el 1 de septiembre y, a finales de 2007, la designación de un intermediario de operaciones bilaterales. Asimismo, se ha realizado una revisión de la normativa del mercado y del sistema de compensación y liquidación. El hecho de que estas medidas sean muy recientes impide todavía evaluar el impacto en términos de volumen de negociación.

Aspectos organizativos del mercado a plazo. La Comisión de Valores de Portugal informó al Consejo de Reguladores de la intención de OMIP de asumir la condición de mercado regulado de acuerdo con las disposiciones recogidas en la MiFID. Hay que señalar que la conversión de OMIP en mercado regulado no conlleva un cambio en el régimen de supervisión actual.

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE)

La CNMV ha venido colaborando regularmente con la Dirección General del Tesoro y Política Financiera en los comités y grupos de trabajo de la OCDE encargados de la revisión e implementación de los Principios sobre Gobierno Corporativo. Durante el año 2007 se aprobó en el seno del *Steering Group* sobre gobierno corporativo una nueva metodología de trabajo, mediante la que se examina la aplicación de estos principios en las distintas jurisdicciones nacionales.

Asimismo, la CNMV colaboró activamente en la preparación y desarrollo de la jornada anual Iberoamericana sobre la implementación de buenas prácticas corporativas en las instituciones de inversión colectiva. Finalmente, España participará en el Grupo de Trabajo que se encargará de los temas de derecho societario y de gobierno corporativo de los nuevos miembros de la Organización.

Otras actividades

La CNMV mantiene una intensa cooperación con otros supervisores de valores en materia de investigación de prácticas ilícitas. En 2007, cursó 55 solicitudes de colaboración a reguladores extranjeros (39 en 2006) y recibió, a su vez, 44 solicitudes del exterior (46 en 2006). Aproximadamente dos terceras partes de las solicitudes de colaboración recibidas correspondieron a asuntos relacionados con la investigación de prácticas de abuso de mercado y el resto a investigaciones sobre actividades realizadas en el mercado de valores por entidades que no contaban con la preceptiva habilitación. De las solicitudes de colaboración remitidas a homólogos extranjeros, algo más de la mitad se refirieron a asuntos relacionados con la investigación de prácticas de abuso de mercado.

Por último, la CNMV, como ha venido haciendo desde el inicio del proceso de ampliación de la Unión Europea, ha prestado asistencia técnica a la Comisión Europea en la evaluación de los sectores financieros de los países candidatos. En 2007 la CNMV contribuyó a la evaluación de los sectores financieros de Macedonia –FYROM– y Croacia.

La revisión del sistema Lamfalussy

Una vez finalizada la elaboración de las directivas financieras europeas, el ECOFIN solicitó a distintos organismos europeos la revisión del sistema Lamfalussy para detectar posibles mejoras. En diciembre de 2007 el ECOFIN, una vez evaluadas las respuestas de cada uno de los comités de nivel 3, del Comité de Servicios Financieros y del *Inter Institutional Monitoring Group*, estableció una serie de análisis para ser efectuados a lo largo de 2008 y 2009 por el Comité de Servicios Financieros, la Comisión Europea y los comités de nivel 3. Las solicitudes realizadas por el ECOFIN son las siguientes:

1. El FSC (*Financial Services Committee*) deberá examinar la posibilidad de incluir un nuevo objetivo entre las funciones habitualmente encomendadas a los supervisores nacionales (transparencia de los mercados, correcta formación del precio y protección a los inversores). El nuevo objetivo sería el fortalecimiento de la convergencia y coordinación de las prácticas supervisoras en la UE.
2. Los Estados miembros en abril 2008, con la colaboración en su caso de los comités de nivel 3, reportarán al ECOFIN cómo adoptar formatos comunes, en lo que sea adecuado, para informar sobre la transposición nacional y la implementación de la legislación de la UE.
3. Por su parte la Comisión Europea deberá:
 - a. Presentar un estudio con el objetivo de clarificar el papel de los comités de nivel 3 y considerar todas las opciones para fortalecer el trabajo de los mismos, específicamente que sus recomendaciones deben ser seguidas pero no obligatorias.
 - b. Analizar, durante el 2008, cómo financiar proyectos de ámbito comunitario propuestos por los comités de nivel 3.

- c. Analizar, en 2008, las posibilidades de que la UE financie el desarrollo de herramientas que puedan ayudar a construir una cultura supervisora común por los comités de nivel 3.
 - d. La Comisión llevará a cabo a mediados del 2009 un análisis de consistencia inter-sectorial donde todavía sea necesario relanzar la coherencia terminología y efectiva en todas las leyes financieras en la UE.
4. La Comisión, con el asesoramiento de los comités de nivel 3, deberán a lo largo del 2008:
- a. Sugerir un calendario para la introducción de un formato común para la comunicación de datos requeridos.
 - b. Llevar a cabo un ejercicio transversal de recopilación de información sobre la coherencia, equivalencia y uso actual de los poderes sancionadores entre los Estados miembros y diferencias de los regímenes sancionadores.
 - c. Revisar las Directivas sobre servicios financieros para incluir medidas que permitan el uso voluntario de delegación de funciones y analizar las opciones para la delegación voluntaria de competencias supervisoras.
 - d. Revisar las Directivas sobre servicios financieros con la finalidad de asegurar que son satisfactorias las medidas sobre cooperación supervisora e intercambio de información entre autoridades competentes.
 - e. Estudiar las diferencias en los poderes de supervisión y objetivos entre supervisores nacionales y, en su caso, proponer un conjunto coherente de poderes para las directivas sobre servicios financieros.
5. Los comités de nivel 3 deberán a mediados de 2008:
- a. Remitir a la Comisión, al Parlamento Europeo y al Consejo los programas de trabajo e iniciar una comunicación de los progresos anualmente.
 - b. Explorar las posibilidades, sin abandonar el carácter no obligatorio, para fortalecer la aplicación nacional de las guías, recomendaciones y estándares emitidos.
 - c. Introducir la posibilidad de aplicar la votación por mayoría cualificada unida al procedimiento de cumplir o explicar.
 - d. Estudiar las posibilidades de introducir un conjunto de guías operativas para la cooperación de los “colegios” de supervisores y controlar la coherencia de las prácticas de los diferentes colegios de supervisores.

V CNMV: aspectos organizativos, económicos e institucionales

15. Organización

15.1 Recursos humanos

A finales de 2007, la CNMV contaba con una plantilla de 351 empleados, lo que supone un descenso del 4,5% con respecto al año anterior. Este hecho se debe a que las 37 plazas correspondientes a la Oferta de Empleo Público de 2007 fueron convocadas en el mes de octubre, por lo que la incorporación de los candidatos seleccionados se ha trasladado al primer semestre del año 2008. Esto ha impedido compensar las bajas que a lo largo del año 2007 se han producido en la CNMV, consecuencia de la incorporación de técnicos del organismo a empresas del sector privado.

En relación con el organigrama de la CNMV en el año 2007 se produjeron dos cambios importantes: la Unidad de Vigilancia de Mercados, anteriormente ubicada en la

Plantilla de la CNMV: composición por categorías profesionales

CUADRO 15.1

Número de empleados a 31 de diciembre de 2007

	2006		2007	
	Total	Total	Hombres	Mujeres
Servicios	10	9	8	1
Administrativos/Operarios Informáticos	65	63	12	51
Técnicos	271	258	122	136
Dirección	21	21	14	7
Total	367	351	156	195

Fuente: CNMV.

Distribución del personal entre las direcciones de la CNMV

CUADRO 15.2

Número de empleados a 31 de diciembre de 2007

	2006	2007	Puestos		Total plantilla prevista ¹	
	Total	Total	Hombres	Mujeres convocados		
Direcciones Generales de línea:	251	219	92	127	27	246
Entidades	113	97	39	58	13	110
Mercados	98	90	40	50	14	104
Servicio Jurídico	40	32	13	19	0	32
Direcciones	100	116	60	56	10	126
Consejo	16	16	4	12	0	16
Total	367	351	156	195	37	388

1. Previsión de número de empleados a 31 de diciembre de 2007 considerando las 37 plazas de la Oferta de Empleo Público.

Fuente: CNMV.

Dirección General del Servicio Jurídico, se integró en la Dirección General de Mercados, y la Dirección de Inversores dejó de pertenecer a la Dirección General de Mercados y pasó al grupo de Direcciones adscritas al Presidente.

En el 2007 se han llevado a cabo diversas iniciativas en relación con la política de recursos humanos del organismo:

- En primer lugar, se ha llevado a cabo un proyecto de análisis de los puestos de trabajo de la CNMV en el que, partiendo de la estructura organizativa actual, se identificaron la tipología de puestos existentes y sus principales funciones y responsabilidades. Este análisis facilitará la definición e implantación de políticas de recursos humanos a corto y medio plazo.
- En 2007 comenzó el proceso de negociación con el Comité de Empresa de lo que será el primer Convenio Colectivo para el personal laboral de la CNMV.
- Con el objetivo de potenciar la capacidad de comprensión y comunicación en inglés de la plantilla de la CNMV, se puso en marcha un Programa de Formación específico. Este programa incluye clases de aprendizaje, disponibilidad de material de formación y apoyo de traducción en textos y presentaciones.
- Se ha elaborado, a través del servicio de Prevención de Medycsa, el Plan de Emergencias, Evacuación y Primeros Auxilios en el que se recogen las medidas de emergencia a implantar en las oficinas que la CNMV tiene en Serrano 47 en Madrid. El Plan se ha adaptado a los procedimientos y directrices establecidos en el Plan de Autoprotección del edificio en el cual se ubica el establecimiento de la CNMV.

Por último, cabe resaltar la participación de la CNMV en el grupo de trabajo de expertos de recursos humanos de CESR, en el que se ha acordado un programa para promover el intercambio de profesionales entre los diferentes supervisores europeos, a través de visitas cortas de estudio y de asignaciones temporales. Con ello se pretende facilitar la convergencia en la formación y en la operativa entre los miembros de CESR.

15.2. Plan de continuidad de las actividades

La CNMV ha de estar preparada para resolver de manera rápida y eficaz posibles situaciones de contingencia y asegurar la continuidad de sus actividades. Esto implica que deben poder recuperarse en un espacio de tiempo apropiado los procesos críticos operados por la Comisión que se puedan haber visto afectados por alguna contingencia de forma que haya un impacto mínimo, tanto para la CNMV como para los mercados y sus participantes.

Para ello, la Comisión ha desarrollado su Plan de Continuidad de la Actividad. Este plan, en primer lugar, identifica sus actividades críticas; en segundo lugar, establece unos tiempos máximos de recuperación para todas y cada una de ellas y; en tercer lugar define los recursos precisos para que estos plazos de recuperación no se superen y para la organización del gobierno de la situación de crisis.

La fase preparatoria para la implantación del Plan comenzó en el último trimestre de 2007 con las licitaciones para la adjudicación del servicio del centro alternativo

para las tecnologías de la información, que duplica en espejo el centro principal, y del centro alternativo para usuarios, desde los que se prestaría el servicio en el caso de que la CNMV se viera enfrentada a una contingencia que le impidiera realizar su actividad desde las instalaciones ordinarias. El proceso de adjudicación ha sido resuelto en el mes de enero de 2008.

También se iniciaron los procedimientos de adjudicación para dotar de ordenadores, de nuevo equipamiento y de comunicaciones al nuevo centro alternativo de tecnologías de la información, que actuará con conexión en línea con el centro principal.

15.3. Sistemas de información

Los sistemas de información de la CNMV se reforzaron durante 2007 tanto en el aspecto de la renovación tecnológica del equipamiento como en el de las facilidades de recepción y difusión de información por vía electrónica.

Las actuaciones más relevantes fueron:

- En el registro electrónico de la CNMV, se incorporaron nuevos trámites electrónicos, dentro del servicio CIFRADO/CNMV para las entidades supervisadas, con el objeto de disminuir los trámites en soporte papel y automatizar la recepción de información.
- Las directivas de Transparencia y MiFID obligaron a la renovación, en unos casos, y a la implantación de nuevas aplicaciones informáticas, en otros.
- También se desarrolló e implantó una nueva aplicación para la recepción por vía electrónica y la difusión automática de los hechos relevantes de las entidades.
- Se incorporó a la *web* de la CNMV un visualizador de los informes XBRL. Hay que recordar que la recepción y difusión de información pública periódica de las sociedades cotizadas se basa en el estándar XBRL de manejo de información financiera.
- El proyecto *TREM*, de intercambio de transacciones de mercado entre organismos supervisores europeos, supuso la implantación de mecanismos de envío y recepción al servicio central en CESR de altos volúmenes de información.
- De igual manera, se implantó el procedimiento de recepción electrónica de las transacciones realizadas en los mercados por las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito, de acuerdo con el mandato del artículo 59 bis de la LMV.
- En el proyecto de gestión integral de documentos en soporte imagen, se desarrolló e implantó con éxito el proyecto piloto sobre los expedientes de capital-riesgo. Este proyecto se está ampliando a otros trámites de expedientes.
- Se reorganizaron algunas áreas de información de la *web*, con incorporación de nuevos buscadores y de herramientas de comparación de fondos de inversión.

Plan de Actividades de la CNMV 2007/2008: revisión y actualización

El pasado mes de octubre, la CNMV presentó su primer Plan de Actividades establecido con un horizonte temporal que comprende desde el último trimestre de 2007 hasta finales de 2008. Esta iniciativa ha supuesto un gran avance en el ejercicio de transparencia, de rendición de cuentas y de mejora de los estándares de comunicación de la CNMV, situándolos entre los más avanzados de la Unión Europea. Por una parte, la publicación periódica del Plan es un instrumento eficaz para mejorar la comunicación con la industria, inversores y conjunto de agentes que intervienen en los mercados de valores y facilitar, así, la comprensión de las actividades que desarrolla la CNMV para cumplir con los objetivos que tiene establecidos por Ley. Por otra parte, amplía el ejercicio de rendición de cuentas de la CNMV, yendo más allá de la exigida en el marco normativo.

En un contexto de creciente complejidad e internacionalización de la actividad de los mercados financieros, la CNMV establece prioridades y planifica las actuaciones futuras que permitan dar una adecuada respuesta a los nuevos retos teniendo en cuenta las limitaciones existentes, tanto de recursos humanos como materiales. De hecho, el Plan se enmarca dentro de las previsiones presupuestarias para el ejercicio de 2008. Entre las múltiples actividades de la CNMV, el Plan comprende únicamente aquellos objetivos cuyo cumplimiento es verificable públicamente, con fecha fija por trimestres concretos. No pretende recoger, por tanto, gran parte de las actividades que realiza la CNMV que son detalladas, por otra parte, en el presente Informe Anual. Adicionalmente, como no podía ser de otra forma, el Plan fue diseñado como un plan flexible, modificable en función de cambios no previstos en el momento de su elaboración y, en consecuencia, ampliable.

Los objetivos específicos recogidos en el Plan están enmarcados dentro de cuatro grandes líneas estratégicas derivadas de los objetivos establecidos por Ley: culminar los desarrollos normativos tras las novedades regulatorias de los últimos años, lograr unos mercados más eficientes y transparentes, dedicar una especial atención a la formación y protección de los inversores y, por último, introducir mejoras en el funcionamiento interno de la CNMV.

Con relación a los objetivos previstos para el cuarto trimestre de 2007, el grado de cumplimiento ha sido más que satisfactorio. Casi la mitad de los objetivos que se establecieron respondían a la necesidad de dedicar esfuerzos para culminar el intenso proceso normativo de los últimos años, agilizando la elaboración de los correspondientes desarrollos normativos para los que la CNMV estuviera habilitada y asesorando al Gobierno en procesos como la transposición a la normativa española de la MiFID. El único objetivo pendiente de finalización en este bloque es la publicación de la Circular de Información Relevante¹, cuya aprobación final está condicionada a la correspondiente habilitación normativa del Gobierno. Por otra parte, en el último trimestre de 2007, se llevaron a cabo diversas iniciativas destinadas a mejo-

1. Dentro del marco de la Directiva de Abuso de Mercado y como resultado del diálogo que tuvo lugar con el sector a través de la Iniciativa Contra el Abuso de Mercado.

rar el funcionamiento de los mercados y la transparencia, con especial atención a la difusión de criterios interpretativos y recomendaciones. Además se implementaron algunas de las medidas destinadas a mejorar el funcionamiento interno de la CNMV, como la coordinación de la actividad de valoración de activos. La creación de una unidad de análisis financiero queda a la espera de la correspondiente distribución de recursos que permita su configuración.

Con relación a los objetivos establecidos para 2008, cuyo cumplimiento será evaluado de forma exhaustiva en el próximo Plan de Actividades, cabe realizar las siguientes consideraciones. Por una parte, se han concretado nuevas tareas, como los desarrollos normativos vía Circular de la CNMV correspondientes a la publicación del Real Decreto de Empresas de Servicios de Inversión, que establecerán los detalles necesarios para las EAFI², los agentes o los criterios para delegaciones, entre otros. Por otra parte, se han ajustado algunas de las prioridades establecidas, como resultado del deterioro de los mercados financieros de los últimos meses, que ha requerido una especial dedicación a los temas de supervisión y transparencia.

2. Empresas de Asesoramiento Financiero.

16.1 Ingresos y gastos

La CNMV obtuvo en 2007 unos ingresos de 59,5 millones de euros e incurrió en unos gastos de 36,8 millones, con lo que el excedente del ejercicio fue de 22,7 millones de euros. La mayor parte de los ingresos procedió del cobro de tasas, que ascendió a 54,9 millones euros, un 18,5% más que en el ejercicio 2006.

El resto de recaudación proviene principalmente de ingresos financieros y, en menor medida, de la facturación por la venta de publicaciones y de otros ingresos (difusores profesionales de información, recuperación de gastos de anuncios en boletines oficiales de exclusiones de negociación y de contratación administrativa, etc.).

Los gastos totales se incrementaron un 2,7% respecto al año anterior. Los correspondientes a personal, que representaron el 61,9% del total de gastos, crecieron un 2,3% respecto a 2006, con una disminución de la plantilla media del 3,5%.

El resto de las partidas de gasto creció un 3,3%. Este incremento se centró en otros gastos de gestión, cuyo aumento interanual fue del 1,8%, derivado de un mayor gasto en arrendamientos y de la contratación de servicios de profesionales independientes. El incremento del gasto por arrendamiento es debido al alquiler de nuevas oficinas, en el último trimestre de 2007, con el fin de reubicar al personal durante la obra de rehabilitación prevista en el edificio sede. La partida de servicios profesionales independientes se incrementó por la elaboración de un plan de continuidad de las operaciones de la CNMV ante situaciones de contingencia operativa, descrito en el capítulo 15, así como por un aumento de los servicios contratados para el desarrollo de aplicaciones informáticas.

Con fecha 28 de septiembre de 2007, el Gobierno, a propuesta de la CNMV, acordó la distribución del resultado del ejercicio 2006, estableciendo la aplicación del mismo a reservas de la CNMV.

16.2 Estructura de tasas

Como se aprecia en el cuadro 16.1, que refleja los tipos de tasas establecidas para los diferentes servicios que realiza la CNMV, los ingresos por tasas aumentaron en 2007 un 18,5%.

Este aumento se explica, en su mayor parte, por el ritmo ascendente en la recaudación de las tasas por supervisión de los miembros de bolsas (54,4%) y de las tasas por supervisión de las entidades adheridas a la Sociedad de Sistemas (23,6%). También contribuyen de manera significativa las tasas por registro de folletos de emisión (14,3%).

Ingresos por tasas en la CNMV

CUADRO 16.1

Importe en miles de euros

Actividad o servicio	2006	2007	% var 07/06
Inscripción de folletos y entidades	10.905,5	11.449,1	5,0 %
Inscripción de folletos	8.693,5	9.535,3	9,7 %
Folletos de emisión	6.528,2	7.461,7	14,3 %
Folletos de admisión	526,7	590,9	12,2 %
Verificación requisitos de admisión AIAF	1.638,6	1.482,6	-9,5 %
Inscripción de entidades	1.093,1	1.166,1	6,7 %
Autorización de opa	1.119,0	747,8	-33,2 %
Supervisión de mercados	22.037,8	29.549,3	34,1 %
Actividad de miembros de AIAF	184,5	237,3	28,7 %
Actividad de participantes en Sociedad Sistemas	13.942,1	17.237,4	23,6 %
Actividad de miembros de Bolsa	7.544,5	11.650,6	54,4 %
Actividad de miembros de MEFF RF	2,7	2,5	-7,2 %
Actividad de miembros de MEFF RV	363,0	420,2	15,8 %
Actividad de miembros de MFAO	1,0	1,1	12,2 %
Supervisión de Entidades	13.357,0	13.874,9	3,9 %
Supervisión IIC	12.350,4	12.766,7	3,4 %
Fondos de Inversión	10.751,0	10.922,3	1,6 %
Sociedades de Inversión	1.291,7	1.471,8	13,9 %
Fondos de Inversión Inmobiliaria	292,9	352,1	20,2 %
Sociedades de Inversión Inmobiliaria	14,8	20,4	38,1 %
Supervisión Sociedades Gestoras de IIC y FT	239,4	260,7	8,9 %
Sociedades Gestoras de IIC	227,6	246,7	8,4 %
Sociedades Gestoras de Fondos Titulización	11,9	14,0	17,7 %
Supervisión Empresas Servicios de Inversión	767,2	847,5	10,5 %
Sociedades Gestoras de Cartera	15,9	17,0	7,2 %
Sociedades y Agencias de Valores	751,3	830,5	10,5 %
Expedición de certificados	6,8	3,5	-48,8 %
Total	46.307,1	54.876,7	18,5 %

Fuente: CNMV.

17 Agencia Nacional de Codificación de Valores

CNMV: aspectos
organizativos, económicos
e institucionales
Agencia Nacional de
Codificación de Valores

La CNMV ejerce las funciones de Agencia Nacional de Codificación de Valores (ANCV) en España, cuyo objetivo principal es asignar y gestionar los códigos internacionales de identificación de valores (ISIN)¹ y de clasificación de instrumentos financieros (CFI)², de forma que se facilita su difusión y utilización entre todos sus usuarios. En nuestro país el ISIN es utilizado como primer identificador en los procesos de contratación, compensación y liquidación de valores. En su papel de Agencia, la CNMV es socio fundador y miembro de pleno derecho de la Asociación Internacional de Agencias Nacionales de Codificación (ANNA) que, en 2007, ha celebrado su 15º aniversario, en el que ha alcanzado la cifra de 73 países miembros de pleno derecho y 19 asociados que representan a 30 países.

En 2007 se han producido varias novedades relacionadas con la codificación de valores y la información asociada a éstos. En este sentido cabe mencionar la implantación por parte de la ANCV de los estándares ISO 18773 (Abreviaturas) e ISO 18774 (Nombre Corto del Instrumento Financiero). El objetivo de estos estándares es armonizar las denominaciones abreviadas de los instrumentos financieros para mejorar la comunicación, intercambio y procesos de datos a nivel internacional.

Por otro lado, en diciembre de 2007 se traspuso a la normativa española la Directiva sobre Instrumentos y Mercados Financieros (MiFID), que conlleva importantes novedades en los procesos internos de las empresas que prestan servicios de inversión. Entre otros cambios, estas entidades han de informar al supervisor de todas las operaciones realizadas con cualquier instrumento financiero admitido a cotización en un mercado regulado. Dentro de esa información a comunicar, los instrumentos financieros deben ser identificados con su código ISIN, lo cual reafirma la importancia del mismo como principal código identificativo de valores e instrumentos financieros a nivel internacional.

Asimismo, el Reglamento 1287/2006 de la Comisión Europea, por el que se aplica la MiFID, señala la necesidad de clasificar los instrumentos financieros de manera armonizada, mencionando como ejemplo de clasificación uniforme el estándar ISO 10962: CFI.

Los movimientos en la base de datos de la ANCV alcanzaron en 2007 la cifra de 33.064, lo que supone un incremento del 20% con relación al año 2006. Si bien este aumento se materializó en todas las categorías de valores, se puede destacar el producido en la renta fija, los *warrants* y los contratos de futuros.

1. International Securities Identification Number.

2. Classification of Financial Instruments.

El mercado primario de renta fija, sobre todo privada, se mostró muy dinámico y, especialmente, las emisiones de bonos de titulización, cédulas hipotecarias y pagarés de empresa, contribuyeron a un aumento significativo del número de códigos ISIN asignados a este tipo de valores. También es destacable, el incremento en el número de emisiones de *warrants*, confirmando la tendencia de años anteriores. Por último, se produjo un incremento reseñable en el volumen de contratos de futuros codificados dentro del mercado de productos derivados financieros.

Al finalizar el año el número de valores y otros instrumentos financieros con código ISIN en vigor ascendía a 22.308, lo que supone un incremento del 5,5% sobre el año 2006. Los valores e instrumentos financieros cotizados representaban el 53% del total.

Número de valores y otros instrumentos financieros codificados¹

CUADRO 17.1

	Cotizados			Total		
	2006	2007	% var.	2006	2007	% var.
Deuda pública ²	256	257	0,40%	260	261	0,40%
Renta variable ³	3.377	3.531	4,60%	13.677	13.483	-1,40%
Obligaciones	394	387	-1,80%	473	452	-4,40%
Bonos	1.049	1.386	32,10%	1.100	1.468	33,50%
Cédulas	112	144	28,60%	151	185	22,50%
Pagarés	2.315	2.562	10,70%	2.315	2.562	10,70%
Warrants/derechos	1.167	1.407	20,60%	1.208	1.753	45,10%
Letras del Tesoro	9	11	22,20%	9	11	22,20%
Opciones	1.905	2.051	7,70%	1.905	2.051	7,70%
Futuros	45	82	82,20%	45	82	82,20%
Total	10.629	11.818	11,20%	21.143	22.308	5,50%

1. Base de datos de la ANCV. Código ISIN.

2. Excepto Letras del Tesoro.

3. Acciones, participaciones en fondos de inversión y resto de renta variable.

Por lo que respecta a las consultas atendidas por la ANCV, en 2007 se produjo un incremento de un 43,9% respecto al año anterior. De este modo, en ese año el número total de consultas fue de 1.101 en comparación a las 765 de 2006. El 77% de las consultas hicieron referencia a códigos nacionales y el resto a códigos extranjeros.

Consultas atendidas directamente por la ANCV

CUADRO 17.2

	2006	2007	% var.
Códigos nacionales	601	850	41,4%
Códigos extranjeros	164	251	53,0%
Total	765	1.101	43,9%

18 Comité Consultivo de la CNMV

18.1 Introducción

El Comité Consultivo de la CNMV es el órgano de asesoramiento de su Consejo, tal y como dispone el artículo 22 de la LMV. Su informe resulta preceptivo en los siguientes casos:

- Aprobación de las Circulares de la CNMV.
- Imposición de sanciones por infracciones muy graves.
- Procesos de autorización, revocación y operaciones societarias de las empresas de servicios de inversión.
- Procesos de autorización, revocación y operaciones societarias de empresas de servicios de inversión de países no miembros de la Unión Europea.

Además de su función asesora respecto del Consejo de la CNMV, el Comité Consultivo informa de los proyectos de disposiciones de carácter general sobre materias relacionadas con el mercado de valores que le son remitidos por el Gobierno o por el Ministro de Economía.

Adicionalmente, la CNMV, con el fin de promover una mayor participación del sector y en línea con las recomendaciones internacionales de análisis de impacto de la normativa, acordó potenciar el Comité Consultivo, no sólo como órgano de asesoramiento del Consejo de la CNMV en las materias previstas en la Ley, sino también en otras cuestiones relacionadas con el ámbito internacional y el funcionamiento de los mercados. De esta forma, se incluyen habitualmente en el orden del día del Comité consultas de carácter voluntario o no preceptivas que, básicamente, pertenecen a las siguientes categorías:

- Consultas de carácter internacional (provenientes de CESR, IOSCO o la Comisión Europea).
- Consultas sobre diversas iniciativas de la CNMV o del propio Comité.

El Comité Consultivo está formado por dieciséis miembros, de los cuales seis vocales lo son en representación de los miembros de los mercados secundarios oficiales, cuatro en representación de los emisores de valores, cuatro más por parte de los inversores y uno por cada una de las comunidades autónomas con competencias asumidas en materia del mercado de valores y en cuyo territorio exista un mercado oficial.

La composición del Comité Consultivo aparece en el anexo sobre la organización de la CNMV.

Los miembros que han formado parte del Comité durante 2007 fueron elegidos para desempeñar sus cargos en 2004 por lo que, al ser la duración prevista en la normativa vigente de cuatro años, antes del 1 de abril de 2008 los miembros del Comité deben ser renovados. Para ello, el 30 de enero de 2008, el Consejo de la CNMV acordó iniciar el procedimiento de renovación del Comité Consultivo. Los detalles del procedimiento de renovación están contenidos en el Real Decreto 504/2003, de 2 de mayo.

18.2 Actuaciones del Comité durante 2007

Las actuaciones del Comité Consultivo en 2007 se resumen en el cuadro 18.1:

Tipo de expedientes sometidos a la opinión del Comité Consultivo		CUADRO 18.1
Nº de asuntos		
	2006	2007
Informes preceptivos de normas	9	14
Propuestas de sanciones muy graves	10	6
Autorizaciones, revocaciones y operaciones societarias de ESI	12	15
Consultas voluntarias (IOSCO, CESR y otros)	8	14
Total	39	49

Como puede observarse, el número de asuntos tramitados por el Comité Consultivo de la CNMV ha aumentado de 39 en 2006 a 49 en 2007.

En cuanto al tipo de expedientes, durante 2007, las consultas voluntarias y los informes del Comité sobre proyectos de normas constituyeron casi un 60 por cien del total de los asuntos tratados.

Las consultas voluntarias han consistido en su totalidad en consultas del CESR que han venido motivadas, por una parte, por la transposición de la Directiva MiFID, la Directiva de opas o la de Transparencia y, por otra, por la superación de la primera fase de implantación de normas como la Directiva de Folletos, de Abuso de Mercado o de UCITS. Respecto a los informes relacionados sobre proyectos de normas, los expedientes relacionados con las operaciones societarias de empresas de servicios de inversión superaron el 30% del total.

Precisamente, la naturaleza de dichas operaciones llevó al Comité Consultivo a reflexionar sobre la conveniencia de que tuvieran que ser informadas por dicho órgano. Esta cuestión y otras, relacionadas con su composición, ha llevado a que el Comité Consultivo durante 2007 hiciera una revisión y valoración de su funcionamiento, transcurridos 12 años desde su creación. Como resultado de ello y del análisis de los órganos equivalentes existentes en otros países, se detectaron las siguientes materias a mejorar:

- Flexibilidad en su funcionamiento. El Comité Consultivo propuso que su régimen se recogiese en un Reglamento Interno, aprobado por el Consejo de la CNMV, lo

cual redundaría en una mayor flexibilidad en caso de que se quisieran introducir cambios en el funcionamiento del Comité.

- Funciones consultivas y prioridades del Comité. El Comité propuso reforzar su función consultiva en los expedientes normativos. En este sentido, se valoró que el Comité debería informar también, con carácter preceptivo, de los proyectos de Ley y los proyectos normativos comunitarios sobre materias relacionadas con el mercado de valores. Asimismo, consideró que se debería mantener la potestad de la CNMV para someter al Comité Consultivo cualquier otra cuestión y debería permitirse que el Comité pudiera informar, globalmente, sobre los expedientes en los que concurriesen infracciones muy graves y otras de menor entidad. Finalmente, el Comité propuso valorar si la competencia en relación con los expedientes de autorización, revocación, modificación estatutaria y con las operaciones societarias debería desaparecer, tal y como debería hacerlo la relativa a la fianza colectiva.
- Estructura. El Comité propuso que se adoptase una estructura organizativa de forma tal que al Comité u órgano principal, que se seguiría reuniendo mensualmente, se le añadirían subgrupos de expertos, lo que permitiría incrementar notablemente el volumen de los asuntos informados y abordar de forma más eficiente temas de elevada complejidad.
- Representatividad. El Comité Consultivo considera que debería revisarse su composición con el objetivo de mejorar su representatividad de los mercados de valores. En concreto, se sostiene que deben estar representados, al menos, las entidades de crédito (en tanto que son emisores y comercializadores mayoristas y minoristas), las Comunidades Autónomas donde tengan su domicilio mercados secundarios, los mercados, los sistemas de negociación y los de registro, compensación y liquidación, las empresas de servicios de inversión, las empresas de seguros, los emisores, las instituciones de inversión colectiva, los fondos de pensiones y los consumidores de servicios financieros.

Por otra parte, también se defiende la posibilidad de incorporar otros integrantes, que serían nombrados por el propio Comité a propuesta de la CNMV, lo que permitiría dar entrada a expertos del mercado o atender a nuevas realidades que puedan surgir en los mercados financieros. En cuanto a los suplentes de los miembros del Comité, el Comité consideró que sería preferible que éstos fueran designados directamente por los titulares. Finalmente, el Comité Consultivo propuso que se canalizara la elección de los vocales a través de las asociaciones representativas de la industria.

Relación de actuaciones del Comité Consultivo en 2007

Fecha	Normas de informe preceptivo	Propuestas de sanciones muy graves	Operaciones societarias ESI y sucursales	Consultas otros temas
Enero 15/01/07			Autorización de AURIGA SECURITIES, SV, S.A.	Consulta de CESR sobre implementación de la Directiva de Abuso de Mercado: definición de información privilegiada.
			Autorización de la fusión por absorción de DEUTSCHE ASSET MANAGEMENT, SGC, S.A. POR DWS INVESTMENTS (SPAIN), SGIC, S.A.	Consulta de CESR acerca del funcionamiento de la Directiva de Folletos y normativa derivada.
Febrero 12/02/07	Proyecto de Circular de la CNMV sobre requerimientos de información estadística a las IIC de la UE (Circular de Estados UME).			Consulta de CESR sobre el pasaporte bajo la MiFID.
	Proyecto de Orden Ministerial por la que se modifica la Orden ECO/805/2003 sobre normas de valoración de bienes inmuebles.			Consulta de CESR sobre incentivos bajo la MiFID.
Marzo 12/03/07	Proyecto de Orden Ministerial por la que se desarrollan las normas relativas a la contabilidad, determinación del patrimonio, cómputo de los coeficientes de diversificación y determinados aspectos de las IIC.			Consulta de CESR sobre comunicación de operaciones bajo la MiFID.
				Consulta de CESR sobre mejor ejecución bajo la MiFID.
				Consulta de CESR sobre transparencia en mercados diferentes a los de acciones.
				Consulta de CESR acerca de la elegibilidad de los índices de <i>hedge funds</i> para las IIC.

Relación de actuaciones del Comité Consultivo en 2007 (continuación)

Fecha	Normas de informe preceptivo	Propuestas de sanciones muy graves	Operaciones societarias ESI y sucursales	Consultas otros temas
Abril 16/04/07	Anteproyecto de Ley por la que se modifica parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores para la transposición de la MiFID.	Sanción 1 por información privilegiada.		
	Proyecto de Real Decreto por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, en materia de transparencia.			
Mayo 21/05/07	Proyecto de Real Decreto sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.	Sanción 2 por gestión de carteras de inversión sin autorización.		Consulta de CESR acerca de los desgloses de información relativos a UCITS que son claves para los inversores (folleto simplificado de UCITS).
	Proyecto de Orden Ministerial por la que se modifica la Orden ECO/805/2003 sobre normas de valoración de bienes inmuebles.			
Junio 11/06/07		Sanción 3 por retraso en la comunicación de información sobre participaciones significativas.		
Julio 09/07/07			Autorización para la modificación del programa de actividades de RIVA Y GARCÍA – 1877, SV, S.A.	Consulta de los tres Comités de Nivel 3 acerca de las guías para estudios de impacto.
			Autorización de la fusión por absorción de FONDITEL VALORES, AV, S.A. por FONDITEL GESTIÓN, SGIC, S.A.	

CNMV: aspectos organizativos, económicos e institucionales
Comité Consultivo de la CNMV

Relación de actuaciones del Comité Consultivo en 2007 (continuación)

Fecha	Normas de informe preceptivo	Propuestas de sanciones muy graves	Operaciones societarias ESI y sucursales	Consultas otros temas
Septiembre 10/09/07	Proyecto de Real Decreto por el que se desarrolla el artículo 21 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, en materia de entidades de dinero electrónico.		Autorización para la transformación de ALTURA MARKETS, AV, S.A. en sociedad de valores y modificación de su programa de actividades.	Consulta de CESR acerca de la valoración de los participantes del mercado sobre la actividad de CESR entre 2001 y 2007.
			Autorización para la modificación del programa de actividades de IBERSECURITIES, SV, S.A.	Consulta de CESR acerca de la posibilidad de realizar trabajos de Nivel 3 sobre la Directiva de Transparencia.
			Autorización de creación de M&B CAPITAL MARKETS, SV, S.A.	
			Autorización de la fusión por absorción de AB ASESORES CEUTA, S.L. por MORGAN STANLEY, SV, S.A.	
			Autorización de la escisión total de MORGAN STANLEY, SV, S.A. y de la constitución de MORGAN STANLEY, SV, S.A. y MORGAN STANLEY WEALTH MANAGEMENT, SV, S.A.	
Noviembre 12/11/07		Sanción 4 por realización habitual de las actividades reservadas de recepción y transmisión de órdenes de terceros y gestión de carteras.	Autorización de la fusión por absorción de SOGECAPITAL, S.A. por SGAM IBERIA, AV, S.A.	Consulta de CESR sobre el programa de trabajo del Grupo de Expertos de CESR: nivel 3 de la MiFID, 2007/2008.
			Autorización de TACTICAL GLOBAL ADVISORY, AV, S.A.	Consulta de CESR sobre la forma y contenidos de la información para los inversores en UCITS (KII o actual KID).

Relación de actuaciones del Comité Consultivo en 2007 (continuación)

Fecha	Normas de informe preceptivo	Propuestas de sanciones muy graves	Operaciones societarias ESI y sucursales	Consultas otros temas
			Autorización para la modificación del programa de actividades de SINERGIA ADVISORS 2006, AV, S.A.	
Diciembre 10/12/07	Proyecto de Circular de la CNMV por la que se aprueban los modelos de comunicación de participaciones significativas, autocartera y otros modelos de las sociedades anónimas cotizadas.	Sanción 5 por información privilegiada.	Autorización de la fusión por absorción de ARCALIA VALORES, AV, S.A. por ARCALIA PATRIMONIOS, AV, S.A., transformación de ARCALIA PATRIMONIOS, AV, S.A. en sociedad de valores y modificación de su programa de actividades.	
	Proyecto de Circular de la CNMV por la que se modifica el Modelo de Informe Anual de Gobierno Corporativo a cumplimentar por las sociedades anónimas cotizadas.	Sanción 6 por información privilegiada.	Autorización de CAPITAL STRATEGIES PARTNERS, AV, S.A.	
	Proyecto de Circular de la CNMV sobre Información Pública Periódica de los emisores con valores admitidos a negociación en mercados regulados.		Autorización de GBS FINANZAS INVESTCAPITAL, AV, S.A.	
	Proyecto de Circular de la CNMV de contratos de liquidez.			
	Borrador de recomendaciones de la CNMV sobre operaciones de bloques.			
	Proyecto de Circular de la CNMV de hechos relevantes de IIC.			

CNMV: aspectos organizativos, económicos e institucionales
Comité Consultivo de la CNMV

VI Informe del Órgano de Control Interno



INFORME DE AUDITORÍA PREVISTO EN LA LEY
44/2002 DE MEDIDAS DE REFORMA DEL SISTEMA
FINANCIERO.- AÑO 2007



1.- Introducción

La Dirección de Control Interno de la Comisión Nacional del Mercado de Valores ha realizado la auditoría relativa a la adecuación de las decisiones adoptadas por los órganos de gobierno a la normativa procedimental aplicable a cada caso, en desarrollo del Plan de Actuación de Control Interno aprobado por el Consejo de la Comisión en su sesión de 16 de enero de 2008, con el que se da cumplimiento a la Disposición Adicional Segunda de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (BOE de 23 de noviembre).

El desarrollo de los trabajos se ha adaptado, a las Normas Internacionales para el Ejercicio Profesional de la Auditoría Interna del IIA (the Institute of Internal Auditors), como establecen las Normas de Auditoría Interna para la CNMV aprobadas por acuerdo del Consejo de 28 de diciembre de 2004.

2.- Objetivo y alcance del trabajo

El objetivo del presente trabajo es comprobar la adaptación a la normativa procedimental aplicable en la adopción de las decisiones de los órganos de gobierno de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, durante el ejercicio 2007.

Las normas específicas aplicables a los procedimientos de la CNMV eran las siguientes:

- Ley del Mercado de Valores. (24/1998, de 28 de julio).
- Reglamento de Régimen Interior de la CNMV. (RRI).
- Procedimientos Internos de funcionamiento de la CNMV en los términos de los artículos 38, 39 y 40 del RRI.

Además se han tenido en cuenta los Acuerdos sobre delegación de competencias a favor del Presidente, el Vicepresidente y el Comité Ejecutivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, 29 de junio de 2006, 11 de julio de 2007 y 24 de octubre de 2007.

En el desarrollo de los trabajos no se han producido limitaciones al alcance.



3. Opinión

En nuestra opinión, una vez realizados los trabajos de auditoría, se puede concluir que, durante el año 2007 los órganos de gobierno de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en el ámbito de la supervisión encomendada por la Ley del Mercado de Valores y demás normativa, han cumplido los requisitos establecidos en la legislación vigente aplicables a cada caso, tanto en aspectos de procedimiento como de competencia.

Madrid, 27 de marzo de 2008.
La Directora de Control Interno

Fdo.: Margarita García Muñoz

VII Cuentas de la CNMV

Resumen de las cuentas anuales formuladas por la CNMV. Ejercicio 2007

1. Balance de situación

Nº cuentas	Activo	Ejercicio corriente	Ejercicio anterior
	A) INMOVILIZADO	32.037.537,61	32.368.916,33
	II. Inmovilizaciones inmateriales	1.937.318,59	1.861.538,57
215	3. Aplicaciones informáticas	4.266.013,27	3.687.250,22
281	7. Amortizaciones	-2.328.694,68	-1.825.711,65
	III. Inmovilizaciones materiales	30.098.983,15	30.506.141,89
220, 221	1. Terrenos y construcciones	28.646.223,02	28.645.078,77
226	3. Utillaje y mobiliario	2.602.672,30	2.554.585,79
227, 228	4. Otro inmovilizado	4.092.755,28	3.882.868,74
282	5. Amortizaciones	-5.242.667,45	-4.576.391,41
	V. Inversiones financieras permanentes	1.235,87	1.235,87
250	1. Cartera de valores a largo plazo	935,36	935,36
265	3. Fianzas y depósitos constituidos a largo plazo	300,51	300,51
	C) ACTIVO CIRCULANTE	115.906.610,05	93.572.573,91
	II. Deudores	11.706.566,54	11.541.187,32
460, 469	1. Deudores varios	11.711.840,78	11.545.757,99
555, 558	4. Otros deudores	27.190,65	13.785,51
490	5. Provisiones	-32.464,89	-18.356,18
	III. Inversiones financieras temporales	102.336.341,86	80.489.684,57
541, 546	1. Cartera de valores a corto plazo	102.319.169,42	80.478.598,08
544, 547	2. Otras inversiones y créditos a corto plazo	17.172,44	11.086,49
57	IV. Tesorería	1.644.951,16	1.370.074,81
480	V. Ajustes por periodificación	218.750,49	171.627,21
	TOTAL GENERAL (A+B+C)	147.944.147,66	125.941.490,24

2. Cuenta del resultado económico-patrimonial

Nº cuentas	Debe	Ejercicio corriente	Ejercicio anterior
	A) GASTOS	36.846.151,49	35.890.703,99
	3. Gastos de funcionamiento de los servicios y prestaciones sociales	36.266.210,82	35.431.622,07
	a) Gastos de personal:	22.807.302,51	22.299.519,62
640, 641	a.1) Sueldos, salarios y asimilados	18.368.667,14	17.875.056,87
642, 643, 644	a.2) Cargas sociales	4.438.635,37	4.424.462,75
681, 682	c) Dotaciones para amortizaciones de inmovilizado	1.146.537,78	1.067.521,35
	d) Variación de provisiones de tráfico	59.797,89	45.549,75
675, 694, (794)	d.2) Variación de provisiones y pérdidas de créditos incobrables	59.797,89	45.549,75
	e) Otros gastos de gestión	12.220.010,92	12.007.658,03
62	e.1) Servicios exteriores	12.168.978,11	11.962.736,85
630,632	e.2) Tributos	45.229,67	41.979,25
676	e.3) Otros gastos de gestión corriente	5.803,14	2.941,93
	f) Gastos financieros y asimilables	32.047,31	10.808,58
669	f.1) Por deudas	32.047,31	10.808,58
668	h) Diferencias negativas de cambio	514,41	564,74
	4. Transferencias y subvenciones	350.957,63	400.497,48
651	b) Subvenciones corrientes	350.957,63	400.497,48
	5. Pérdidas y gastos extraordinarios	228.983,04	58.584,44
671	a) Pérdidas procedentes de inmovilizado	10.464,14	20.296,34
679	d) Gastos y pérdidas de otros ejercicios	218.518,90	38.288,10
	AHORRO	22.652.922,29	13.720.451,26

4. Cuadro de financiación. Variación del capital circulante

Variación de capital circulante (Resumen)	Ejercicio corriente		Ejercicio anterior	
	Aumentos	Disminuciones	Aumentos	Disminuciones
2. Deudores	151.974,08	0,00	3.069.045,76	189,85
a) Deudores derivados de la actividad	151.974,08	0,00	3.069.045,76	0,00
b) Otros deudores	0,00	0,00	0,00	189,85
3. Acreedores	622.922,41	0,00	135.155,63	538.357,67
a) Acreedores derivados de la actividad	111.552,96	0,00	135.155,63	0,00
b) Otros acreedores	511.369,45	0,00	0,00	538.357,67
4. Inversiones financieras temporales	21.846.657,29	0,00	0,00	10.720.944,88
6. Otras cuentas no bancarias	11.235,23	0,00	0,00	504.444,56
7. Tesorería	275.698,33	821,98	0,00	2.153.059,39
a) Caja	0,00	821,98	0,00	4.261,86
c) Otros bancos e instituciones de crédito	275.698,33	0,00	0,00	2.148.797,53
8. Ajustes por periodificación	47.123,28	0,00	19.785,20	0,00
TOTAL	22.955.610,62	821,98	3.223.986,59	13.916.996,35
VARIACIÓN DEL CAPITAL CIRCULANTE	22.954.788,64	0,00	0,00	10.693.009,76

Anexos

Anexos estadísticos I

Indicadores de la economía internacional

I.1

	PIB ¹			Demanda nacional ²			Tasa de paro ³		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
OCDE	2,6	3,1	2,7	2,8	3,0	2,4	6,4	5,9	5,4
Estados Unidos	3,1	2,9	2,2	3,3	2,9	1,6	5,1	4,6	4,6
Japón	1,9	2,4	2,0	1,6	1,5	0,9	4,4	4,1	3,9
Área euro	1,6	2,9	2,6	1,8	2,6	2,1	8,6	7,8	7,4
Alemania	1,0	3,1	2,6	0,3	1,7	0,8	11,7	10,8	9,0
España	3,6	3,9	3,8	5,3	5,1	4,6	9,2	8,5	8,3
Francia	1,2	2,2	1,9	2,4	2,5	2,2	9,9	9,1	8,1
Italia	0,6	1,8	1,5	1,0	1,3	1,4	7,7	6,8	5,9
Reino Unido	1,8	2,9	3,1	1,8	2,9	3,7	2,7	3,0	2,7
Latinoamérica y Caribe	4,7	5,6	5,6	—	—	—	9,1	8,6	8,0

	Inflación ⁴			Saldo presupuestario ⁵			Saldo cuenta corriente ⁵		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
OCDE	2,6	2,6	2,4	-2,9	-1,8	-1,6	-1,6	-1,8	1,4
Estados Unidos	3,4	3,2	2,9	-3,7	-2,3	-2,7	-6,1	-6,2	-5,4
Japón	-0,3	0,2	0,1	-5,3	-4,6	-4,0	3,7	3,9	4,7
Área euro	2,2	2,2	2,1	-2,4	-2,1	-0,8	0,3	0,0	0,0
Alemania	2,0	1,7	2,1	-3,2	-2,3	0,1	4,6	4,9	5,8
España	3,4	3,5	2,8	1,1	1,8	2,2	-7,4	-8,6	-9,2
Francia	1,7	1,7	1,4	-2,9	-2,7	-2,6	-1,0	-1,3	-2,3
Italia	2,0	2,1	1,8	-4,3	-4,8	-2,3	-1,5	-2,6	-2,2
Reino Unido	2,0	2,3	2,3	-3,4	-3,0	-2,8	-2,5	-3,1	-3,1
Latinoamérica y Caribe	6,1	5,0	6,1	-1,1	0,1	-0,1	1,5	1,7	0,7

Fuentes: Ministerio de Economía y Hacienda, OCDE *Economic Outlook* No. 80 y CEPAL.

1. Tasa de variación anual en términos reales (%).

2. Contribución al crecimiento anual en puntos porcentuales, excepto para la OCDE que se expresa en términos de crecimiento anual (%).

3. Promedio anual (% sobre población activa).

4. Índices de precios al consumo. Tasa de variación interanual media.

5. Superávit (+) o déficit (-) sobre el PIB (%).

Composición del activo financiero de los hogares¹

I.2

Importes en porcentajes excepto saldo en millones de euros

	Saldo	Efectivo y depósitos	Valores de renta fija	Acciones	Fondos y sociedades de inversión	Reservas técnicas de seguros	Otros
1998	932.890	35,9	2,5	26,7	18,9	11,2	4,9
1999	1.026.264	36,5	2,4	27,4	16,7	12,0	5,0
2000	1.048.329	39,8	2,5	23,9	13,7	13,9	6,2
2001	1.104.544	40,4	2,3	23,7	12,8	14,5	6,4
2002	1.116.472	42,3	2,5	20,4	12,0	15,6	7,1
2003	1.271.188	39,2	3,0	23,6	12,3	15,0	6,9
2004	1.386.578	39,0	2,3	23,4	12,5	15,0	7,9
2005	1.549.550	38,1	2,1	24,4	12,7	14,8	7,9
2006	1.763.352	38,1	2,5	26,0	11,7	14,1	7,8
2007 ²	1.807.685	39,3	2,4	25,2	11,4	14,1	7,7

Promemoria: descomposición de la variación del valor de la cartera entre dic-06 y sep-07

Variación (%)	2,5	5,8	-1,5	-0,6	-0,2	3,0	1,3
Variación (mill. de euros)	44.333	38.819	-629	-2.531	-453	7.342	1.786
- adquisición neta de activos	55.507	39.019	8.198	3.085	-2.813	7.023	995
- efecto precio aproximado ³	-11.174	-200	-8.827	-5.616	2.360	319	791

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

1. Incluye a las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.
2. Datos a septiembre de 2007.
3. La aproximación del efecto precio se realiza utilizando datos de las "Cuentas financieras de la economía española". Para conocer este efecto en las instituciones de inversión colectiva con datos de la CNMV, consúltese el capítulo 6.

Composición del activo financiero de los no residentes

I.3

Importes en porcentajes excepto saldo en millones de euros

	Saldo	Efectivo y depósitos	Valores de renta fija	Préstamos	Acciones	Fondos y sociedades de inversión	Otros
1998	539.149	29,1	17,7	10,4	33,4	0,7	8,8
1999	670.862	28,5	18,7	11,2	33,1	0,6	7,9
2000	823.791	28,6	20,3	12,3	31,1	0,4	7,3
2001	919.557	28,0	20,9	14,3	29,4	0,3	7,1
2002	989.658	27,7	23,2	15,4	26,0	0,7	7,1
2003	1.141.852	27,8	23,2	16,0	25,7	0,6	6,7
2004	1.341.830	24,3	28,4	14,9	25,6	0,6	6,2
2005	1.612.395	23,8	33,1	14,2	23,0	0,3	5,7
2006	1.919.049	19,9	38,5	13,9	22,3	0,3	5,1
2007 ¹	2.140.195	19,6	39,3	14,0	22,1	0,2	4,8

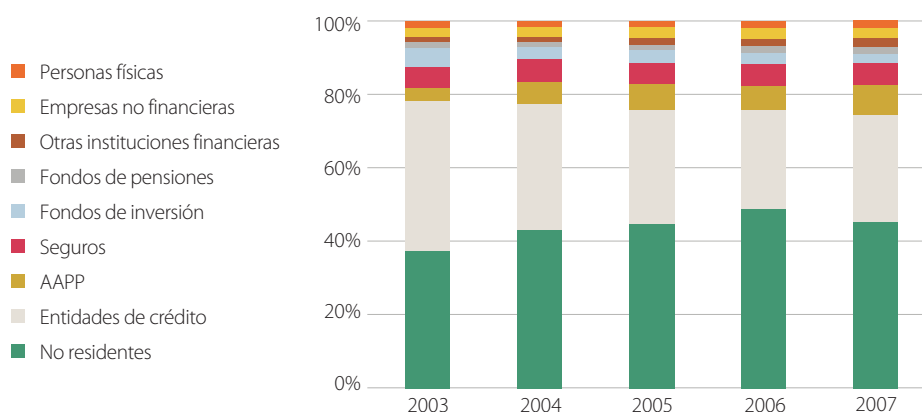
Fuente: Banco de España, "Cuentas financieras de la economía española", y elaboración propia.

1. Datos a septiembre de 2007.

Saldo de la deuda pública por tenedores

1.4

Anexos
Anexos estadísticos I



Fuente: Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

Resultados antes de impuestos de las sociedades admitidas en el mercado continuo¹

1.5

Importes en millones de euros

Sector CNMV	2006	% var. 06/05 ²	2007	% var. 07/06 ²
Petróleo	6.758,14	-4,4	6.863,32	1,6
Energía y agua	9.884,33	8,5	11.367,31	15,0
Minería y metálicas básicas	1.089,51	210,6	744,21	-31,7
Cementos y material de construcción	447,11	37,0	529,59	18,4
Químicas	125,54	-226,5	87,54	-30,3
Textil y papeleras	1.359,79	13,8	1.779,41	30,9
Metal-mecánica	733,67	26,7	1.044,16	42,3
Alimentación	392,09	-11,5	312,56	-20,3
Construcción	5.906,48	86,8	6.431,54	8,9
Inmobiliarias	2.506,60	91,8	1.296,83	-48,3
Transportes y comunicaciones	7.949,66	3,2	11.974,54	50,6
Otros no financieros	2.203,95	2,9	2.617,79	18,8
Bancos	19.729,45	18,7	24.246,21	22,9
Seguros	186,66	33,4	330,52	77,1
Sociedades de cartera	2.904,96	1.170,2	1.850,97	-36,3
Total	62.177,96	19,6	71.476,49	15,0

Fuente: CNMV.

1. Según normas internacionales de información financiera para las empresas con grupo consolidado y normas nacionales para las empresas que no presentan datos consolidados. Sólo se incluye la información de emisores nacionales.
2. Porcentaje de variación calculado utilizando la información financiera periódica remitida por las sociedades. Se utiliza para cada tasa de variación la propia información remitida respecto al ejercicio anterior.

%

Sector CNMV	ROA ² 2006	ROA ² 2007	ROE ³ 2006	ROE ³ 2007
Petróleo	12,4	12,2	17,4	16,2
Energía y agua	7,4	6,2	16,3	12,0
Minería y metálicas básicas	14,6	8,2	25,2	15,1
Cementos y material de construcción	9,5	8,9	13,4	15,0
Químicas	4,6	3,2	9,0	7,0
Textil y papeleras	12,7	13,5	17,2	18,7
Metal-mecánica	6,4	6,6	22,4	25,0
Alimentación	2,7	2,1	9,2	6,8
Construcción	4,9	3,4	28,4	15,6
Inmobiliarias	5,6	2,1	22,6	10,6
Transportes y comunicaciones	5,5	8,2	27,7	32,3
Otros no financieros	7,2	7,3	23,3	21,0
Bancos	1,3	1,4	22,0	18,5
Seguros	9,6	5,6	13,0	7,1
Sociedades de cartera	15,1	8,8	28,7	22,9
Total	2,9	2,8	20,2	17,3

Fuente: CNMV.

1. Según normas internacionales de información financiera para las empresas con grupo consolidado y normas nacionales para las empresas que no presentan datos consolidados. Sólo se incluye la información de emisores nacionales.
2. Resultados antes de intereses e impuestos sobre la media de activo total del año.
3. Resultados del ejercicio después de impuestos sobre la media del patrimonio neto del año.

Anexos estadísticos II

Ampliaciones de capital y salidas a bolsa mediante OPV, OPS u operaciones combinadas

II.1

Importes en miles de euros

Emisor	Importe efectivo ¹	Operación	Fecha registro CNMV
NH Hoteles	127,9	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	09/01/07
Faes Farma	1,6	Ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente	16/01/07
Service Point Solutions	0,9	Ampliación de capital por conversión	16/01/07
Indra Sistemas	339,7	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	18/01/07
Sniace	3,2	Ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente	18/01/07
Amper	17,0	Ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente	23/01/07
Jazztel	0,5	Ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente	25/01/07
Metrovacesa	0,0	Ampliación de capital liberada	01/02/07
Papeles y Cartones de Europa	73,3	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	01/02/07
Bankinter	0,7	Ampliación de capital por conversión	06/02/07
Dogi International Fabrics	39,4	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	06/02/07
Montebalito	50,0	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	06/02/07
Service Point Solutions	54,3	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	06/02/07
Dogi International Fabrics	0,9	Ampliación de capital por conversión	13/02/07
Tecnocom, Telecomunicaciones y Energía	22,2	Ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente	13/02/07
Arcelor Mittal	41,2	Ampliación de capital por conversión	20/02/07
NH Hoteles	250,0	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	23/02/07
Mapfre	3.447,8	Ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente	01/03/07
Sniace	4,1	Ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente	06/03/07
Papeles y Cartones de Europa	0,0	Ampliación de capital liberada	13/03/07
Clínica Baviera	124,0	Salida a bolsa mediante OPV	15/03/07
Arcelor Mittal	109,0	Ampliación de capital por conversión	22/03/07
AMCI Habitat	22,4	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	27/03/07
Jazztel	6,4	Ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente	10/04/07
EADS	4,8	Ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente	12/04/07
Iberia	7,7	Ampliación de capital por conversión	17/04/07
Sniace	2,3	Ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente	17/04/07
Sniace	77,6	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	19/04/07
Iberdrola	9.097,9	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	24/04/07
Inmobiliaria Colonial	210,4	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	30/04/07

Ampliaciones de capital y salidas a bolsa mediante OPV, OPS u operaciones combinadas (continuación)

II.1

Importes en miles de euros

Emisor	Importe efectivo ¹	Operación	Fecha registro CNMV
Bankinter	0,5	Ampliación de capital por conversión	08/05/07
Iberdrola	490,0	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	10/05/07
Banco Guipuzcoano	124,8	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	16/05/07
Realia Business	783,2	Salida a bolsa mediante OPV	18/05/07
Ercros	143,7	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	22/05/07
Laboratorios Almirall	697,6	Salida a bolsa mediante operación combinada: OPV (585,6), OPS (112,0)	31/05/07
Service Point Solutions	0,0	Ampliación de capital liberada	31/05/07
Solaria Energía y Medioambiente	255,5	Salida a bolsa mediante OPS	31/05/07
Zeltia	27,3	Ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente	05/06/07
Faes Farma	0,0	Ampliación de capital liberada	07/06/07
Jazztel	0,1	Ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente	07/06/07
EADS	2,0	Ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente	12/06/07
Fersa Energías Renovables	151,0	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	14/06/07
Funespaña	0,0	Ampliación de capital liberada	21/06/07
Urbas Guadahermosa	175,4	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	21/06/07
Iberdrola	153,1	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	26/06/07
Mittal Steel Company	1.263,0	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	26/06/07
Iberdrola	3.374,5	Ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente	28/06/07
La Seda de Barcelona	439,5	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	28/06/07
Inverfiatc	44,5	Ampliación de capital mediante aportaciones dinerarias y no dinerarias	05/07/07
Avanzit	29,0	Ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente	10/07/07
Inmobiliaria Colonial	709,5	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	17/07/07
Service Point Solutions	0,5	Ampliación de capital por conversión	17/07/07
Avanzit	34,6	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	26/07/07
Abertis	0,0	Ampliación de capital liberada	31/07/07
Banco de Valencia	0,0	Ampliación de capital liberada	09/08/07
General de Alquiler de Maquinaria	53,4	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	09/08/07
Zardoya Otis	0,0	Ampliación de capital liberada	09/08/07
Jazztel	0,2	Ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente	14/08/07
Jazztel	0,6	Ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente	14/08/07
Papeles y Cartones de Europa	2,8	Ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente	21/08/07
Tavex Algodonera	16,9	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	23/08/07
Service Point Solutions	1,6	Ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente	30/08/07

Ampliaciones de capital y salidas a bolsa mediante OPV, OPS u operaciones combinadas (continuación)

II.1

Importes en miles de euros

Emisor	Importe efectivo ¹	Operación	Fecha registro CNMV
Service Point Solutions	8,1	Ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente	30/08/07
Tavex Algodonera	1,1	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	06/09/07
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	3.204,6	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	10/09/07
Compañía Levantina de Edificación y Obras Públicas	0,0	Ampliación de capital liberada	20/09/07
Critería Caixacorp	3.848,3	Salida a bolsa mediante OPS	20/09/07
Mecalux	0,0	Ampliación de capital liberada	20/09/07
Tecnocom, Telecomunicaciones y Energía	0,0	Ampliación de capital liberada	27/09/07
Jazztel	1,2	Ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente	02/10/07
Codere	236,0	Salida a bolsa mediante operación combinada: OPV (95,4), OPS (140,6)	04/10/07
Inypsa Informes y Proyectos	0,0	Ampliación de capital liberada	09/10/07
La Seda de Barcelona	0,8	Ampliación de capital por conversión	09/10/07
Fluidra	298,3	Salida a bolsa mediante OPV	11/10/07
Tecnocom, Telecomunicaciones y Energía	46,6	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	16/10/07
Renta 4	90,9	Salida a bolsa mediante operación combinada: OPV (15,1), OPS (75,8)	25/10/07
Iberia	0,1	Ampliación de capital por conversión	30/10/07
Arcelor	33.694,8	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	13/11/07
Laboratorios Farmacéuticos Rovi	166,9	Salida a bolsa mediante OPV	15/11/07
Urbar Ingenieros	0,0	Ampliación de capital liberada	15/11/07
Metrovacesa	566,6	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	20/11/07
Iberdrola Renovables	4.070,5	Salida a bolsa mediante OPS	22/11/07
Unipapel	0,0	Ampliación de capital liberada	22/11/07
Grupo Inmobiliario Tremon	308,6	Salida a bolsa mediante OPV	22/11/07
Grupo Empresarial Ence	25,5	Ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente	27/11/07
Cintra Concesiones de Infraestructuras de Transporte	0,0	Ampliación de capital liberada	29/11/07
Prim	0,0	Ampliación de capital liberada	29/11/07
Inmobiliaria del Sur	0,0	Ampliación de capital liberada	04/12/07
Papeles y Cartones de Europa	0,0	Ampliación de capital liberada	04/12/07
Banco de Valencia	262,5	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	05/12/07
Libetas 7	0,0	Ampliación de capital liberada	18/12/07
Zeltia	15,6	Ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente	20/12/07

Fuente: CNMV.

1. Las ampliaciones de capital sin contraprestación monetaria se han contabilizado por su valor de mercado.

Sociedades excluidas de cotización bursátil en 2007¹

II.2

Sociedad	Mercado ²	Motivo. Procedimiento	Fecha
Telefónica Publicidad e información (TPI)	SIBE	Liquidación de la opa de Midorina S.L. A solicitud de la entidad emisora.	04/04/07
Tele Pizza	SIBE	Liquidación de la opa de Foodco Pastries Spain S.L.U. A solicitud de la entidad emisora.	24/04/07
Inmobiliaria Colonial	SIBE	Fusión por absorción por el Grupo Inmocaral. Técnica	30/04/07
Tableros de Fibras	SIBE	Liquidación de la opa de Sonae. A solicitud de la entidad emisora	28/05/07
Inmobiliara Urbis	SIBE	Fusión por absorción por Construcciones Reyal. Técnica	11/06/07
Mittal Steel Company	SIBE	Fusión por absorción por Arcelor Mittal. Técnica	03/08/07
Hullas del Coto Cortés	SIBE	Opa de exclusión	08/08/07
Arcelor Mittal	SIBE	Fusión por absorción por Arcelor que pasa a denominarse ArcelorMittal. Técnica	13/11/07
Fadesa Inmobiliaria	SIBE	Fusión por absorción por Promociones y Urbanizaciones Martín. Técnica	17/12/07
Inversiones Azalba	Corros	A solicitud de la entidad emisora	31/01/07
Hispana Hólding	Corros	A solicitud de la entidad emisora	31/01/07
Naviera Murueta	Corros	Exclusión por el Gobierno Vasco	07/02/07
Calpe Invest	Corros	A solicitud de la entidad emisora	12/02/07
Banco de Promoción de Negocios	Corros	A solicitud de la entidad emisora	19/09/07
Sungave Land	Corros, IIC	Baja en el registro administrativo de IIC. Técnica	05/01/07
Bexcartera	Corros, IIC	Baja en el registro mercantil. Técnica	09/01/07
Ahorro Colectivo	Corros, IIC	Baja en el registro mercantil. Técnica	31/01/07
Juos de Inversiones	Corros, IIC	Baja en el registro mercantil. Técnica	01/02/07
Agaba Inversiones	Corros, IIC	Baja en el registro mercantil. Técnica	06/02/07
Laullon Inversiones	Corros, IIC	Baja en el registro mercantil. Técnica	06/02/07
Pichilemu	Corros, IIC	Baja en el registro administrativo de IIC. Técnica	06/02/07
Inversiones Demeter	Corros, IIC	Exclusión por la Generalitat de Cataluña	15/02/07
ABC de Inversión Mobiliaria	Corros, IIC	Exclusión por la Generalitat de Cataluña	15/02/07
Bansodad	Corros, IIC	Fusión por absorción por SOIXA SICAV. Técnica	19/02/07
Dinerinver	Corros, IIC	Fusión por absorción por SOIXA SICAV. Técnica	19/02/07
Cartera Urquijo	Corros, IIC	Fusión por absorción por Urquijo Fondos Internacionales SICAV. Técnica	19/02/07
Traxis	Corros, IIC	Fusión por absorción por SOIXA SICAV. Técnica	19/02/07
Maximus Inversiones	Corros, IIC	Fusión por absorción por SOIXA SICAV. Técnica	19/02/07
Pericles Inversiones	Corros, IIC	Fusión por absorción por SOIXA SICAV. Técnica	19/02/07
Credit Suisse Magallanes-25	Corros, IIC	Baja en el registro mercantil. Técnica	19/03/07
Inverretiro	Corros, IIC	Baja en el registro mercantil. Técnica	21/03/07
Inversiones Helguera	Corros, IIC	Baja en el registro mercantil. Técnica	24/04/07
Acates Investments	Corros, IIC	Fusión por absorción por Sisapon Inversores SICAV	24/05/07
Tabarca Asset Management	Corros, IIC	Fusión por absorción por Sociedad Mediterránea Asset Management SICAV	24/05/07
Valenciana de Negocios	2.º mercado	Fusión por absorción por Libertas 7	31/07/07

Fuente: CNMV.

1. No se recogen las exclusiones por cambio de mercado.

2. En el caso de que una sociedad sea una IIC, se incluye dicha información en esta columna.

Evolución de los índices sectoriales de la Bolsa de Madrid y la Bolsa de Barcelona

II.3

Rentabilidad en el periodo (%)

	2004	2005	2006	2007	2007			
					1 Trim.	2 Trim.	3 Trim.	4 Trim.
Bolsa de Madrid								
Petróleo y energía	20,1	28,0	33,3	13,0	7,1	9,1	-3,3	0,0
Mat. básicos, industria y construcción	28,7	43,4	61,9	-3,2	8,0	2,9	-10,7	-2,5
Bienes de consumo	34,7	24,2	31,9	6,1	17,0	0,2	-1,6	-8,0
Servicios de consumo	34,3	21,2	8,6	-8,0	11,8	-5,0	-8,9	-4,9
Servicios financieros e inmobiliarios	8,9	22,7	34,9	-5,5	0,2	-2,1	-7,0	3,6
Banca	7,6	19,2	27,3	-3,6	0,2	-1,3	-7,0	4,8
Inmobiliarias y otros	23,7	72,9	111,2	-40,6	-8,5	-21,1	-3,6	-14,7
Tecnología y telecomunicaciones	18,4	-6,6	28,4	34,3	2,4	-0,5	17,5	12,2
Índice General de la Bolsa de Madrid	18,7	20,6	34,5	5,6	4,3	1,1	-2,4	2,6

Bolsa de Barcelona

Eléctricas	17,1	29,9	48,3	12,3	10,3	5,5	-0,1	-3,5
Bancos	5,7	19,4	26,0	-0,8	-2,2	0,3	-4,7	6,2
Químicas	23,4	29,1	7,2	-10,4	-0,8	10,5	-13,3	-5,7
Cementos, construcción e inmobiliarias	29,9	56,9	85,6	-32,0	0,1	-11,9	-12,4	-11,8
Metalúrgica	28,5	17,7	77,9	8,0	6,1	-1,0	6,7	-3,6
Alimentación, agrícola y forestal	27,8	35,6	32,4	-14,0	1,6	0,4	-6,1	-10,1
Textil y papelera	33,2	32,5	42,0	-8,5	14,5	-5,3	-1,3	-14,5
Comercio y finanzas	33,6	26,7	34,4	-9,6	10,0	8,4	-13,7	-12,1
Servicios diversos	23,0	-2,2	20,6	23,3	5,6	-1,5	9,7	8,1
BCN Global 100	17,6	12,7	29,3	5,2	2,2	0,2	-0,5	3,3

Fuente: Bolsas y Mercados Españoles.

Concentración sectorial de la capitalización¹

II.4

Número

Sector	2006				2007			
	25%	50%	75%	100%	25%	50%	75%	100%
Petróleo	1	1	2	2	1	1	2	2
Energía y agua	1	2	3	11	1	2	3	12
Minería y metálicas básicas	1	1	3	11	1	1	4	9
Cementos y mat. construcción	1	2	2	5	1	2	3	5
Químicas	1	2	2	4	1	2	3	6
Textil y papeleras	1	1	1	20	1	1	2	21
Metal mecánica	1	2	4	16	1	3	5	17
Alimentación	1	2	4	17	1	1	3	16
Construcción	1	3	4	7	1	2	4	7
Inmobiliarias	1	3	6	29	2	4	7	31
Transportes y comunicaciones	1	1	1	7	1	1	1	6
Otros no financieros	2	5	9	21	2	4	8	23
Bancos	1	2	3	15	1	2	2	14
Seguros	1	1	2	2	1	1	2	2
Sociedades de cartera	1	1	2	16	1	1	2	13
SICAV	13	72	238	746	1	1	3	8
Entidades de financiación	1	1	1	1	0	0	0	0

Fuente: CNMV.

1. Incluye únicamente la capitalización de empresas que hayan tenido negociación durante el año. No incluye Latibex ni MAB.

Porcentaje de la capitalización por sectores y mayores empresas respecto al conjunto del mercado¹

11.5

Sector	% sector/mercado ²	Empresas de mayor capitalización del sector	% empresa/mercado ³
Petróleo	6,4	Repsol YPF	3,9
		CEPSA	2,5
Energía y agua	18,3	Iberdrola	6,8
		Endesa	5,0
		Gas Natural	2,3
Minería y metálicas básicas	1,1	Acerinox	0,6
		Tubos Reunidos	0,1
		Duro Felguera	0,1
Cementos y mat. construcción	0,7	Cementos Portland Valderrivas	0,3
		Cementos Molins	0,2
		Uralita	0,2
Químicas	0,8	Laboratorios Almirall	0,3
		Zeltia	0,2
		Faes Farma	0,2
Textil y papeleras	4,8	Industria de Diseño Textil	3,4
		Grifols	0,4
		Solaria	0,3
Metal-mecánica	2,2	Zardoya Otis	0,7
		Técnicas Reunidas	0,3
		Abengoa	0,3
Alimentación	2,9	Altadis	1,6
		Damm	0,4
		Ebro Puleva	0,3
Construcción	6,7	ACS	1,9
		Acciona	1,8
		Sacyr Vallehermoso	1,0
Inmobiliarias	3,1	Metrovacesa	0,7
		Inmobiliaria Colonial	0,4
		Reyal Urbis	0,4
Transportes y comunicaciones	16,9	Telefónica	13,8
		Abertis Infraestructuras	1,8
		Cintra	0,7
Otros (no financieros)	5,4	Gamesa	1,0
		Telecinco	0,6
		BME	0,5
Bancos	26,7	Santander	12,1
		BBVA	8,2
		Banco Popular	1,9
Seguros	1,3	Mapfre	0,9
		Grupo Catalana Occidente	0,4
Sociedades de cartera	2,9	Criteria Caixacorp	2,3

Porcentaje de la capitalización por sectores y mayores empresas respecto al conjunto del mercado¹ (continuación)

II.5

Sector	% sector/mercado ²	Empresas de mayor capitalización del sector ³	% empresa/mercado ⁴
		Corporación Financiera Alba	0,4
		Unión Europea de Inversiones	0,1
SICAV ⁴	0,04	Financiera Ponferrada SICAV	0,0
		CAT Patrimonis SICAV	0,0
		Mulinsar SICAV	0,0

Fuente: CNMV.

1. Capitalización a final del ejercicio.
2. Porcentaje de la capitalización de las empresas del sector respecto a la capitalización total del mercado.
3. Porcentaje de la capitalización de las empresas citadas respecto a la capitalización total del mercado.
4. Incluye a las sociedades de inversión mobiliaria de capital variable que cotizaban en corros a finales de 2007.

Capitalización y contratación de las sociedades pertenecientes al Ibex 35¹

11.6

Importes en millones de euros

Empresa	Capitalización ²			Contratación		
	2006	2007	% total ³	2006	2007	% total ³
Telefónica	79.328,6	106.067,1	13,8	189.951,5	286.907,1	17,3
Banco Santander	88.435,8	92.501,0	12,1	196.755,6	301.115,9	18,2
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	64.787,9	62.816,0	8,2	158.951,7	229.852,0	13,9
Iberdrola	29.859,3	51.934,9	6,8	57.222,7	112.060,2	6,8
Endesa	37.935,1	38.485,6	5,0	87.407,9	123.332,4	7,5
Repsol YPF	31.986,6	29.764,7	3,9	86.286,2	78.668,4	4,8
Inditex	25.438,1	26.192,3	3,4	13.822,1	28.355,8	1,7
Gas Natural	13.428,8	17.920,0	2,3	8.019,1	15.648,8	0,9
ACS	15.071,2	14.344,3	1,9	11.353,1	22.572,1	1,4
Banco Popular Español	16.687,9	14.220,6	1,9	23.175,7	31.798,1	1,9
Unión Fenosa	11.425,5	14.073,1	1,8	12.088,7	19.581,7	1,2
Abertis Infraestructuras	13.680,2	14.070,5	1,8	5.892,0	12.148,8	0,7
Acciona	8.966,9	13.780,8	1,8	7.871,0	15.843,2	1,0
Altadis	10.155,2	12.548,6	1,6	31.018,3	49.391,8	3,0
Banesto	11.637,0	9.241,5	1,2	3.470,3	6.968,9	0,4
Banco de Sabadell	10.376,6	9.069,9	1,2	7.967,8	12.897,1	0,8
Gamesa Corporación Tecnológica	5.072,8	7.780,7	1,0	8.400,4	14.461,8	0,9
Sacyr Vallehermoso	12.808,6	7.571,3	1,0	6.487,2	6.114,7	0,4
Corporación Mapfre	4.085,2	6.848,7	0,9	3.988,7	4.813,4	0,3
Grupo Ferrovial	10.372,6	6.749,5	0,9	12.108,4	16.675,4	1,0
FCC	10.079,8	6.711,2	0,9	7.552,6	11.549,3	0,7
Red Eléctrica de España	4.394,9	5.849,1	0,8	7.298,9	15.241,6	0,9
Cintra	6.549,0	5.593,2	0,7	5.454,3	7.748,4	0,5
Bankinter	4.683,7	4.980,8	0,6	3.862,4	8.344,3	0,5
Enagás	4.206,5	4.772,3	0,6	7.742,4	13.950,3	0,8
Acerinox	5.981,5	4.367,4	0,6	8.689,9	12.169,2	0,7
Gestevisión Telecinco	5.322,5	4.318,7	0,6	8.335,1	7.676,8	0,5
Aguas de Barcelona ⁴	4.161,5	4.119,6	0,5	3.149,8	5.015,5	0,3
BME ⁵	2.619,7	3.896,5	0,5	2.348,5	6.932,5	0,4
Sogetel	3.703,6	3.769,6	0,5	6.289,2	6.802,5	0,4
Inmobiliaria Colonial ⁶	7.005,9	3.076,5	0,4	3.543,5	7.046,5	0,4
Indra	2.720,6	3.049,6	0,4	4.490,1	5.538,0	0,3
Iberia	2.616,7	2.858,7	0,4	5.253,2	11.199,8	0,7
Antena 3 Televisión	3.766,3	2.214,6	0,3	7.386,0	3.441,0	0,2
NH Hoteles	1.858,0	1.805,2	0,2	3.193,5	3.579,2	0,2

Fuente: CNMV.

1. Se consideran las empresas pertenecientes al Ibex 35 el 28 de diciembre de 2007.

2. Capitalización a último día del año.

3. Respecto al total del mercado.

4. Incluida en el índice el 02/01/2007.

5. Incluida en el índice el 02/07/2007.

6. Incluida en el índice el 21/03/2007 como Grupo Inmocaral, el 10/05/2007 se cambia por Colonial debido a su fusión. Incluye la contratación anterior a la fusión.

%

	Rentabilidad		Volatilidad		Rentabilidad por dividendos ¹		Ratio precio beneficios ²	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007
Telefónica	22,1	26,8	14,2	17,6	1,6	2,9	14,8	16,2
Santander	-4,7	26,8	12,4	15,3	3,1	3,7	12,2	13,5
BBVA	15,6	21,0	13,0	17,8	3,2	3,9	15,1	13,0
Iberdrola	28,5	61,3	16,0	23,1	2,9	2,5	17,3	18,0
Endesa	28,8	6,2	17,8	22,3	7,2	4,3	9,2	13,8
Repsol YPF	23,5	43,4	12,3	24,2	2,5	3,0	9,1	9,3
Inditex	23,5	105,7	22,8	38,2	1,3	2,0	24,9	29,6
Gas Natural	27,0	48,1	16,9	20,7	3,0	2,6	14,7	17,5
ACS	6,2	33,3	12,4	15,2	1,9	3,9	17,7	12,0
Banco Popular	62,0	57,0	19,0	19,0	2,8	3,7	15,8	17,0
Unión Fenosa	37,8	11,1	16,4	16,8	2,2	2,7	11,8	18,3
Abertis Infraestructuras	4,0	26,8	13,7	21,4	2,1	2,4	23,9	25,0
Acciona	72,2	150,5	22,6	43,7	1,6	1,3	22,4	6,8
Altadis	74,8	126,6	22,1	37,6	2,5	2,1	21,2	25,1
Banesto	23,5	36,4	13,1	17,2	0,0	6,1	16,0	43,3
Banco de Sabadell	62,4	19,3	18,1	16,2	2,2	7,8	17,4	30,0
Gamesa Corporación Tecnológica	28,8	53,0	15,3	15,2	1,4	0,9	27,8	17,5
Sacyr Vallehermoso	48,8	26,4	22,9	29,0	1,0	2,4	17,7	20,9
Corporación Mapfre	13,7	3,5	14,5	19,1	2,0	3,7	15,2	13,0
Grupo Ferrovial	35,2	61,2	18,6	26,4	1,3	2,1	20,8	21,2
FCC	45,1	49,4	22,2	29,3	2,4	4,1	18,0	18,3
Red Eléctrica de España	20,8	36,6	22,5	22,5	2,4	1,8	21,2	23,6
Cintra	4,1	87,6	18,3	21,0	0,6	0,9	156,0	714,2
Bankinter	40,4	1,2	23,4	22,5	2,1	2,2	21,9	20,9
Enagás	20,0	68,7	23,1	25,7	2,4	2,6	20,3	20,8
Acerinox	19,6	27,2	15,5	22,9	1,3	2,1	21,5	9,7
Gestevisión Telecinco	58,5	24,2	19,1	17,7	4,7	7,3	18,3	16,1
Aguas de Barcelona ³	29,5	11,5	19,6	20,9	1,5	1,6	18,1	22,9
BME ⁴	28,6	22,6	18,7	20,1	0,0	3,3	—	23,5
Sogetel	95,4	26,3	29,2	32,8	0,0	0,0	—	101,5
Inmobiliaria Colonial ⁵	51,5	-9,6	27,1	26,2	0,0	0,0	—	81,2
Indra Sistemas	4,6	-20,3	20,9	28,1	2,1	4,2	22,9	22,1
Iberia	5,1	15,8	16,0	14,2	0,7	1,0	5,4	52,0
Antena 3 Televisión	-7,8	-8,3	18,2	20,4	4,5	7,4	14,1	10,5
NH Hoteles	31,3	12,7	17,5	21,7	1,0	0,0	29,1	19,7

Fuente: Datastream

1. Ratio de dividendos distribuidos respecto al precio.
2. Ratio del precio al cierre del año sobre los beneficios esperados en ese momento según datos de IBES.
3. Incluida en el índice el 02/01/2007.
4. Incluida en el índice el 02/07/2007.
5. Incluida en el índice el 21/03/2007 como Grupo Inmocaral, el 10/05/2007 se cambia por Colonial debido a su fusión.

Importes en millones de euros

Compañía	Autor de la oferta	Finalidad	% capital social sobre el que se dirige	Importe realizado efectivo	Resultado en % ¹
Industrias del curtido	Sablia XXI	Toma de control y	63,07 posterior exclusión	5 (mín.=19,20%)	54,69
Telepizza	Foodco Pastries Spain	Aumento de participación para exclusión	Acciones 9,87 Obl. Conv. 69,08	57 0,4	6,73 0,01
Fadesa Inmobiliaria	Promociones y Urbanizaciones Martin, y Huson Big	Toma de control	100,00 (mín.=54%)	3.498	86,48
Yell Publicidad (TPI)	Midorina	Aumento de participación para exclusión	5,75	137	4,47
Tableros de Fibras	Sonae Industria, S.G.P.S.	Aumento de participación para exclusión	8,84	50	7,26
Ayco Grupo Inmobiliario	Grupo Onofre Miguel	Aumento de participación	76,21	0,06	0,09
Hullas del Coto Cortés	Hullas del Coto Cortés	Exclusión	22,37	8	20,23
Riofisa	Inmobiliaria Colonial	Toma de control	100,00 (mín.=50%)	1.988	99,41
Inmofiban	Paneuropea Desarrollos Inmobiliarios	Toma de control	100,00 (mín.=80%)	30	97,36
Aguas de Valencia	Inversiones Financieras Agval	Toma de control	42,83	6	3,51
Endesa	Acciona y Enel Energy Europe	Toma de control	53,99 (mín.=3,99%)	19.582	46,05
Ofertas autorizadas con la nueva normativa de opas					
Metrovacesa	Metrovacesa	Reducción de capital	50,50	3.668 ²	41,20
Uralita	Nefinsa	Aumento de participación	56,41	498	35,70
Altadis	Imperial Tobacco Overseas Holdings (3) Ltd.	Toma de control	100,00	12.093	95,81
Tubos Reunidos	Tubos Reunidos	Reducción de capital	Máx 14,76%	170	Prorrateo 14,76%
Sociedad General de Aguas de Barcelona	Critería CaixaCorp, Hisusa, Suez Environnement y Suez Environnement España	Aumento de participación	43,54	1.388	33,55
Total importe				43.178,46	

Fuente: CNMV.

1. Porcentaje respecto al capital social. En caso de que haya habido prorrateo, se incluye el coeficiente del mismo.
2. La contraprestación consiste en una permuta ofreciéndose 0,584957 acciones de Gecina por cada acción de Metrovacesa. El importe efectivo se ha calculado aplicando el precio de cierre de la acción de Gecina en Euronext Paris en el trimestre anterior al día 16/02/07 (día hábil bursátil anterior al anuncio del acuerdo de separación de socios) que fue de 128,64 euros con lo que resulta un precio de 75,25 euros por acción de Metrovacesa).

Importes en millones de euros, salvo otra indicación

	N.º empresas		Capitalización			Contratación		
	2006	2007	2006	2007	% var. 07/06	2006	2007	% var. 07/06
Petróleo	2	2	82.601,6	174.774,5	111,6	89,3	91,8	2,8
Energía y agua	5	5	27.295,4	26.416,2	-3,2	61,6	61,4	-0,3
Minería y metálicas básicas	5	5	60.419,6	117.331,2	94,2	202,0	286,0	41,6
Químicas	1	1	1.283,8	1.360,9	6,0	16,0	14,4	-9,9
Textil y papeleras	2	2	3.173,2	3.465,2	9,2	10,4	14,7	40,8
Metal mecánica	1	1	2.838,6	2.688,0	-5,3	30,3	26,8	-11,5
Alimentación	2	2	3.826,3	3.787,8	-1,0	66,4	126,4	90,3
Inmobiliarias	2	2	2.353,5	1.381,3	-41,3	15,9	19,3	21,3
Transportes y comunicaciones	3	4	56.905,2	68.711,8	20,8	110,2	107,2	-2,8
Otros no financieros	2	2	3.374,9	3.535,0	4,7	6,7	16,6	148,0
Bancos	6	6	21.008,3	16.131,8	-23,2	71,8	74,1	3,3
Sociedades de cartera	1	1	3.081,6	3.264,4	5,9	16,3	19,1	17,4
Entidades de financiación	2	1	3.479,9	4.925,5	41,5	26,4	10,3	-60,9
Total	34	34	271.641,8	427.773,1	57,5	723,3	868,2	20,0

Fuente: CNMV.

Fondos de inversión cotizados en la bolsa española

II.10

Importes en millones de euros

Emisor	Nombre	Índice subyacente	N.º empresas			Capitalización			Contratación		
			2006	2007	07/06	% var.	2006	2007	07/06	% var.	2006
BBVA	Acción Ibox 35 ETF	Ibox 35	855.886	1.098.304	28,3	218.828	230.627	5,4	14,20	15,28	7,6
BBVA	Acción DJ Euro Stoxx 50 ETF	DJ Euro Stoxx 50	210.757	588.064	179,0	85.328	183.778	115,4	41,32	44,07	6,7
BBVA	AFI Monetario Euro ETF	AFI Monetario Euro	—	491.491	—	—	250.240	—	—	102,24	—
BBVA	AFI Bonos medio plazo Euro ETF	AFI Bonos Medio Plazo Euro	—	101.279	—	—	50.415	—	—	103,20	—
BBVA	Acción FTSE Latibex Brasil ETF	FTSE Latibex Brasil	—	27.810	—	—	11.210	—	—	142,35	—
BBVA	Acción FTSE Latibex TOP ETF	FTSE Latibex Top	—	17.191	—	—	7.620	—	—	51,10	—
BBVA	Acción Ibox Top Dividendo ETF	Ibox Top Dividendo	—	9.387	—	—	4.990	—	—	37,49	—
Santander	Flame ETF Ibox 35 ¹	Ibox 35	515.249	1.131.723	119,6	59.615	64.079	7,5	14,19	15,28	7,7
Santander	Flame ETF Ibox Small Caps	Ibox Small Cap	—	30.514	—	—	6.564	—	—	16,30	—
Santander	Flame ETF Ibox Mid Caps	Ibox Medium Cap	—	22.985	—	—	6.889	—	—	19,05	—
Lyxor	Lyxor ETF Ibox 35	Ibox 35	164.840	743.863	351,3	12.690	55.551	337,8	142,45	152,20	6,8
Lyxor	Lyxor ETF DJ Euro Stoxx 50	DJ Euro Stoxx 50	80.330	280.565	249,3	321	8.926	2.680,7	41,46	44,21	6,6
Lyxor	Lyxor ETF Eastern Europe (CECE Eur)	Eastern Europe (CECE Eur)	—	30.609	—	—	337	—	—	28,09	—
Lyxor	Lyxor ETF Dow Jones Industrial Average	DJ Industrial Average	—	24.958	—	—	265	—	—	91,45	—
Lyxor	Lyxor ETF MSCI EMU Small Cap	MSCI EMU Small Cap	—	22.002	—	—	336	—	—	197,00	—
Lyxor	Lyxor ETF China Enterprise (HSCEI)	Hang Seng	—	13.208	—	—	908	—	—	140,65	—
Lyxor	Lyxor ETF MSCI India	MSCI India	—	9.765	—	—	997	—	—	14,72	—
Lyxor	Lyxor ETF Nasdaq 100	Nasdaq 100	—	6.312	—	—	604	—	—	5,77	—
Lyxor	Lyxor ETF Russia (DJ Rusindex Titans 10)	Dow Jones Rusindex Titans 10	—	6.230	—	—	876	—	—	43,18	—
Lyxor	Lyxor ETF MSCI EM Latin America	MSCI EM Latin America	—	4.966	—	—	335	—	—	30,42	—
Lyxor	Lyxor ETF MSCI Emerging Markets	MSCI Emerging Markets	—	3.251	—	—	245	—	—	8,59	—
Total			1.827.061	4.664.477	155,3	376.782	885.792	135,1	—	—	—

Fuente: CNMV.

1. En 2006 su denominación era Santander Ibox 35 ETF.

Emisiones brutas de las Administraciones Públicas

II.11

Importes nominales en millones de euros

	Importe				% de variación anual		
	2004	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Estado	78.616	67.806	57.962	52.091	-13,8	-14,5	-10,1
Corto plazo	36.964	29.512	25.891	26.971	-20,2	-12,3	4,2
Largo plazo	41.652	38.293	32.071	25.120	-8,1	-16,2	-21,7
Comunidades Autónomas	7.131	10.170	9.454	7.392	42,6	-7,0	-21,8
Corto plazo	4.056	4.132	4.517	3.923	1,9	9,3	-13,2
Largo plazo	3.076	6.037	4.937	3.469	96,3	-18,2	-29,7
Corporaciones locales	310	200	590	496	-35,4	194,7	-16,0
Corto plazo	0	0	0	0	—	—	—
Largo plazo	310	200	590	496	-35,4	194,7	-16,0
Total AA.PP.	86.057	78.176	68.006	59.979	-9,2	-13,0	-11,8

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Emisiones netas de las Administraciones Públicas

II.12

Importes nominales en millones de euros

	Importe				% de variación anual		
	2004	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Estado	6.650	3.890	-4.789	-4.716	-41,5	—	1,5
Corto plazo	-1.653	-3.819	-1.993	1.144	-131,0	47,8	—
Largo plazo	8.304	7.709	-2.796	-5.860	-7,2	—	-109,6
Comunidades Autónomas	1.551	2.797	1.827	223	80,3	-34,7	-87,8
Corto plazo	230	276	-141	283	19,8	—	—
Largo plazo	1.321	2.521	1.968	-60	90,9	-21,9	—
Corporaciones locales	-18	-5	228	131	73,1	—	-42,4
Corto plazo	0	0	0	0	—	—	—
Largo plazo	-18	-5	228	131	73,1	—	-42,4
Total AA.PP.	8.183	6.682	-2.734	-4.362	-18,3	—	-59,5

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Contratación de deuda del Estado entre titulares de cuenta. Operaciones a vencimiento, II.13 con pacto de recompra y simultáneas

Importes nominales en millones de euros

	Importe						% de variación anual	
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2006	2007
Letras	223.432	508.880	472.518	484.161	480.711	339.956	-0,7	-29,3
A vencimiento	14.770	62.075	85.222	82.515	64.164	35.894	-22,2	-44,1
Contado	14.770	61.662	84.833	82.389	63.694	35.868	-22,7	-43,7
Plazo	0	413	389	126	470	27	273,8	-94,3
Pacto de recompra	9.206	7.030	1.990	411	0	0	—	—
Simultáneas	199.455	439.775	385.306	401.234	416.547	304.062	3,8	-27,0
Bonos y Obligaciones	6.239.664	7.217.128	7.308.084	7.260.528	7.062.437	7.142.097	-2,7	1,1
A vencimiento	997.195	901.582	562.627	491.550	447.211	418.761	-9,0	-6,4
Contado	982.835	882.482	552.418	481.854	444.083	417.749	-7,8	-5,9
Plazo	14.360	19.099	10.209	9.696	3.128	1.012	-67,7	-67,7
Pacto de recompra	88.078	58.550	94.254	69.327	96	0	-99,9	—
Simultáneas	5.154.391	6.257.002	6.651.203	6.699.650	6.615.129	6.723.337	-1,3	1,6
Total	6.463.096	7.726.013	7.780.602	7.744.688	7.543.148	7.482.053	-2,6	-0,8

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Contratación de Letras del Tesoro entre titulares de cuenta. Distribución por tipo de contratación

II.14

Importes nominales en millones de euros

	Importe						% de variación anual	
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2006	2007
A vencimiento¹	14.770	62.075	85.222	82.515	64.164	35.894	-22,2	-44,1
Senaf	0	27.093	36.350	13.119	5.111	2.790	-61,0	54,5
MTS-España	191	13.103	13.580	16.959	12.464	7.896	-26,5	-77,6
EuroMTS	0	0	180	170	260	80	52,9	-69,2
Brokertec	0	0	0	0	0	0	—	—
Negociación bilateral	14.579	21.879	35.112	52.267	46.329	25.128	-11,4	-45,8
Repos²	208.661	446.806	387.297	401.646	416.547	304.062	3,7	-27,0
Senaf	1.866	30.527	18.211	25.543	7.579	4.723	-70,3	-37,7
MTS-España	0	243	0	0	53	0	—	—
EuroMTS	0	0	0	0	0	0	—	—
Brokertec	0	0	0	0	0	0	—	—
Negociación bilateral	206.795	416.036	369.086	376.103	408.915	299.339	8,7	-26,8
Total	223.432	508.880	472.518	484.161	480.711	339.956	-0,7	-29,3

Fuente: Banco de España, Dirección General del Tesoro y Política Financiera y elaboración propia.

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

2. Repos comprende operaciones simultáneas y operaciones con pacto de recompra.

**Contratación de obligaciones y bonos del Estado entre titulares de cuenta.
Distribución por tipo de contratación**

II.15

Importes nominales en millones de euros

	Importe						% de variación anual	
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2006	2007
A vencimiento¹	997.195	901.582	562.627	491.550	447.211	418.761	-9,0	-6,4
Senaf	440.628	253.653	69.758	57.554	89.118	55.049	54,8	-38,2
MTS-España	105.175	183.208	85.265	83.830	72.581	66.484	-13,4	-8,4
EuroMTS	105.031	111.705	47.503	24.462	11.170	10.746	-54,3	-3,8
Brokertec	6.403	2.137	337	312	0	0	—	—
Negociación bilateral	339.958	350.879	359.764	325.392	274.343	286.482	-15,7	4,4
Repos²	5.242.469	6.315.551	6.745.457	6.768.978	6.615.226	6.723.337	-2,3	1,6
Senaf	26.217	436.455	277.358	127.478	76.788	33.662	-39,8	-56,2
MTS-España	0	7.501	388	0	1.949	2.668	—	36,9
EuroMTS	0	0	0	0	0	0	—	—
Brokertec	0	0	0	0	0	0	—	—
Negociación bilateral	5.216.252	5.871.595	6.467.711	6.641.500	6.536.489	6.687.007	-1,6	2,3
Total	6.239.664	7.217.133	7.308.084	7.260.528	7.062.437	7.142.097	-2,7	1,1

Fuente: Banco de España, Dirección General del Tesoro y Política Financiera y elaboración propia.

1. La operativa a vencimiento comprende operaciones al contado y a plazo.
2. Repos comprende operaciones simultáneas y operaciones con pacto de recompra.

Contratación de deuda del Estado entre titulares y terceros. Operaciones a vencimiento, con pacto de recompra y simultáneas

II.16

Importes nominales en millones de euros

	Importe						% de variación anual	
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2006	2007
Letras	2.012.442	2.098.975	1.800.846	1.746.209	1.214.840	1.254.600	-30,4	3,3
A vencimiento	25.326	28.120	30.328	33.963	29.167	22.030	-14,1	-24,5
Contado	25.325	28.089	30.119	33.698	29.137	21.496	-13,5	-26,2
Plazo	0	31	209	265	31	534	-88,6	1624,2
Pacto de recompra	1.985.247	2.069.898	1.768.729	1.709.341	1.185.339	1.230.166	-30,7	3,8
Simultáneas	1.868	957	1.789	2.905	334	2.404	-88,5	620,2
Bonos y Obligaciones	10.329.895	11.465.342	13.252.235	12.729.047	13.857.369	13.927.674	8,9	0,5
A vencimiento	1.292.148	1.318.652	1.571.265	2.040.064	2.690.033	2.994.352	31,9	11,3
Contado	1.288.012	1.274.648	1.469.329	1.740.267	2.366.230	2.702.273	36,0	14,2
Plazo	4.136	44.004	101.936	299.797	323.803	292.079	8,0	-9,8
Pacto de recompra	8.103.296	9.042.194	10.613.122	9.631.174	9.850.322	9.741.672	2,3	-1,1
Simultáneas	934.451	1.104.496	1.067.848	1.057.808	1.317.014	1.191.650	24,5	-9,5
Total	12.342.337	13.564.317	15.053.081	14.475.256	15.072.210	15.182.274	4,1	0,7

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Número de emisores y emisiones registradas en la CNMV: detalle por instrumentos

II.17

	Número de emisores ¹		Número de emisiones	
	2006	2007	2006	2007
A largo plazo	121	129	252	228
Bonos y obligaciones no convertibles	46	41	115	79
- de las cuales, deuda subordinada	27	14	35	14
Bonos y obligaciones convertibles	1	0	1	0
Cédulas hipotecarias	11	10	37	32
Cédulas territoriales	5	4	6	8
Bonos de titulación	61	77	82	101
- de activos (BTA)	58	73	79	97
- hipotecarios (BTH)	3	4	3	4
Participaciones preferentes	9	5	11	5
Otras emisiones	0	2	0	3
A corto plazo²	68	80	83	106
Pagarés de empresa	68	80	83	106
- de los cuales, de titulación de activos	3	3	3	3
Total	159	173	335	334

Fuente: CNMV.

1. En el caso de los emisores no son cifras excluyentes, un solo emisor ha podido emitir en más de un tipo instrumento.
2. Programas registrados.

Importes nominales en millones de euros

Nombre de la sociedad emisora	Importe nominal emitido		
	Total	A corto plazo ²	A largo plazo
Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona	19.871	12.000	7.871
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid	14.350	7.000	7.350
ICO Mediación I AYT, Fondo de Titulización de Activos	13.169	0	13.169
Bankinter	13.050	12.000	1.050
Banco de Sabadell	11.850	8.500	3.350
Banco Popular Español	10.225	9.900	325
Caja de Ahorros de Galicia	10.150	8.000	2.150
BBVA Banco de Financiación	10.000	10.000	0
Santander Consumer Finance	10.000	10.000	0
Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante (Bancaja)	9.150	6.000	3.150
AYT Cédulas Cajas Global Fondo de titulización de Activos	9.135	0	9.135
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	7.450	0	7.450
Banco Pastor	7.000	7.000	0
Santander Emisora 150	7.000	0	7.000
Caja de Ahorros del Mediterráneo	7.000	5.000	2.000
Caixa D'Estalvis de Catalunya	6.910	4.500	2.410
Banesto Banco de Emisiones	6.000	6.000	0
Bankinter Sociedad de Financiación	5.000	5.000	0
BBVA RMBS 2, Fondo de Titulización de Activos	5.000	0	5.000
BBVA RMBS 4, Fondo de Titulización de Activos	4.900	0	4.900
Programa Cédulas TDA, Fondo de Titulización de Activos	4.510	0	4.510
Banco Santander	4.500	0	4.500
Caja de Ahorros de Castilla-La Mancha	4.500	4.000	500
Cédulas TDA 9, Fondo de Titulización de Activos	4.000	0	4.000

Fuente: CNMV.

1. Emisores que durante 2007 registraron emisiones por importe superior a los 4.000 millones de euros.
2. Programas registrados.

Principales emisores¹ de renta fija en 2007. Detalle por instrumentos

II.19

Importes en millones de euros

Tipo de activo ²	Emisor	Importe
Bonos y obligaciones simples	Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante (Bancaja)	3.150
	Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid	2.600
	BPE Financiaciones	2.500
	Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona	2.150
	Caja de Ahorros del Mediterráneo	2.000
	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	1.550
Cédulas Hipotecarias	Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona	5.721
	Banco Santander	4.500
	Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid	3.500
	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	3.000
	Banco de Sabadell	2.200
	Caixa D'Estalvis de Catalunya	1.800
	Caja de Ahorros de Galicia	1.800
Banco Español de Crédito	1.750	
Cédulas Territoriales	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	2.900
Pagarés de empresa ³	Bankinter	12.000
	Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona	12.000
	BBVA Banco de Financiación	10.000
	Santander Consumer Finance	10.000
	Banco Popular Español	9.900
	Banco de Sabadell	8.500
	Caja de Ahorros de Galicia	8.000
	Banco Pastor	7.000
	Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid	7.000
	Banesto Banco de Emisiones	6.000
	Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante (Bancaja)	6.000
	Bankinter Sociedad de Financiación	5.000
	Caja de Ahorros del Mediterráneo	5.000
	Caixa D'Estalvis de Catalunya	4.500
	Caja de Ahorros de Castilla-La Mancha	4.000
	Banco de Andalucía	3.600
	Banco Guipuzcoano	2.500
	Caixa D'Estalvis del Penedès	2.500
	Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Navarra	2.500
	Caja de Ahorros de Salamanca y Soria	2.250
Telefónica	2.000	
Iberdrola	2.000	
Endesa Capital	2.000	
BBK Empréstitos	2.000	
Caja España de Inversiones, Caja de Ahorros y Monte de Piedad	2.000	

Principales emisores¹ de renta fija en 2007. Detalle por instrumentos

II.19

Importes en millones de euros

Tipo de activo ²	Emisor	Importe
	Montes de Piedad y Caja de Ahorros de Ronda, Cádiz, Almería , Málaga y Antequera	2.000
	Caja de Ahorros de Murcia	2.000
	Caja de Ahorros Municipal de Burgos	1.500
	Monte de Piedad y Caja de Ahorros San Fernando de Huelva, Jerez y Sevilla	1.500
Otras emisiones de renta fija	Santander Emisora 150	7.000

Fuente: CNMV.

1. Emisores con emisión superior a 1.500 millones de euros en 2007, en el instrumento financiero correspondiente.
2. No aparecen ni las obligaciones y bonos convertibles ni las participaciones preferentes por no haber tenido ningún emisor con emisión superior a 1.500 millones de euros.
3. Importe de los programas registrados.

Emisores de pagarés: mayores¹ saldos vivos a 31 de diciembre de 2007

II.20

Importes en millones de euros

Emisor	Importe	% sobre el total	% acumulado
Banco Popular Español	8.447	8,0	8,0
Santander Consumer Finance	7.497	7,1	15,1
Banesto Banco de Emisiones	6.000	5,7	20,8
Banco de Sabadell	5.843	5,5	26,3
Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona	5.281	5,0	31,3
Bankinter	5.164	4,9	36,2
BBVA Banco de Financiación	5.040	4,8	41,0
Caja de Ahorros de Galicia	4.259	4,0	45,1
Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante (Bancaja)	4.132	3,9	49,0
Caixa D'Estalvis de Catalunya	3.895	3,7	52,7
Banco Pastor	3.880	3,7	56,3
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid	3.591	3,4	59,8
Bankinter Sociedad de Financiación	2.500	2,4	62,1
Banco Guipuzcoano	2.275	2,2	64,3
Caja de Ahorros del Mediterráneo	2.229	2,1	66,4
Caja de Ahorros de Salamanca y Soria	2.086	2,0	68,4
Banco de Andalucía	2.019	1,9	70,3
BBK Empréstitos	1.830	1,7	72,0
Caixa D'Estalvis del Penedès	1.751	1,7	73,7
Caja de Ahorros de Castilla-La Mancha	1.672	1,6	75,3
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Navarra	1.566	1,5	76,7
Caja de Ahorros de Murcia	1.543	1,5	78,2

Fuente: CNMV.

1. Emisores con saldo vivo superior a 1.500 millones de euros.

Principales emisores¹ de bonos de titulización en 2007

II.21

Importes en millones de euros

Emisor	Importe	Activos titulizados
ICO Mediación I AYT, FTA	13.169	Disposiciones de líneas de mediación concedidas por ICO a entidades financieras
AYT Cédulas Cajas Global FTA	9.135	Cédulas Hipotecarias
BBVA RMBS 2, FTA	5.000	Certificados de transmisión de hipotecas
BBVA RMBS 4, FTA	4.900	Certificados de transmisión de hipotecas
Programa Cédulas TDA, FTA	4.510	Cédulas Hipotecarias
Cédulas TDA 9, FTA	4.000	Cédulas Hipotecarias
AYT Colaterales Global Hipotecario, FTA	3.609	Certificados de transmisión de hipotecas
FTA Santander Empresas 4	3.586	Préstamos concedidos a empresas y a autónomos para financiar su actividad económica o la adquisición de bienes inmuebles afectos a la misma
FTA Santander Empresas 3	3.546	Préstamos concedidos a empresas y a autónomos para financiar su actividad económica o la adquisición de bienes inmuebles afectos a la misma
AYT Cédulas Cajas XI, FTA	3.460	Cédulas Hipotecarias
Madrid RMBS III FTA	3.000	Certificados de transmisión de hipotecas
BBVA RMBS 3 FTA	3.000	Certificados de transmisión de hipotecas
FTA Santander Hipotecario 3	2.822	Certificados de transmisión de hipotecas
Bancaja 10, FTA	2.631	Certificados de transmisión de hipotecas
BBVA RMBS 1, FTA	2.500	Certificados de transmisión de hipotecas
BBVA Leasing 1, FTA	2.500	Derechos de crédito derivados de contratos de arrendamiento financiero
IM Grupo Banco Popular Empresas 2, FTA	2.500	Préstamos concedidos a empresas y a autónomos para financiar su actividad económica o la adquisición de bienes inmuebles afectos a la misma
Madrid RMBS IV, FTA	2.400	Certificados de transmisión de hipotecas
FTA Santander Consumer Spain Auto 07-I	2.040	Derechos de crédito derivados de préstamos concedidos a personas físicas y jurídicas para financiar la adquisición de vehículos
IM Grupo Banco Popular FTPYME II, FTA	2.039	PYME
Bancaja 11, FTA	2.023	Certificados de transmisión de hipotecas

Fuente: CNMV.

1. Emisores con emisión superior a 1.500 millones de euros en 2007, en el instrumento financiero correspondiente.

Principales emisores¹ de bonos de titulización en 2007 (continuación)

II.21

Importes en millones de euros		
Emisor	Importe	Activos titulizados
Cédulas Grupo Banco Popular 3, FTA	2.000	Cédulas Hipotecarias
Empresas Banesto I FTA	2.000	Préstamos concedidos a empresas y a autónomos para financiar su actividad económica o la adquisición de bienes inmuebles afectos a la misma
IM Goya Hipotecario I, FTA	1.900	Certificados de transmisión de hipotecas
MBS Bancaja 4, FTA	1.873	Certificados de transmisión de hipotecas
TDA CAM 8, FTA	1.713	Participaciones hipotecarias y certificados de transmisión de hipotecas
Hipocat 11, FTA	1.628	Certificados de transmisión de hipotecas
Hipocat 12, FTA	1.628	Certificados de transmisión de hipotecas
Bankinter 15 FTH	1.526	Titulización hipotecaria
Rural Hipotecario IX, FTA	1.515	Certificados de transmisión de hipotecas
TDA CAM 9, FTA	1.515	Participaciones hipotecarias y certificados de transmisión de hipotecas
Foncaixa Hipotecario 10, FTA	1.512	Certificados de transmisión de hipotecas
BBVA-6 FTPYME FTA	1.500	PYME

Fuente: CNMV.

1. Emisores con emisión superior a 1.500 millones de euros en 2007, en el instrumento financiero correspondiente.

Importes nominales en millones de euros

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Total bonos de titulización emitidos	18.803	36.740	50.525	69.044	91.608	141.627
Mediante FTH (a)	6.776	5.030	4.890	6.850	4.300	4.740
Mediante FTA	12.027	31.710	45.635	62.194	87.308	136.887
Préstamos hipotecarios (b)	4.247	11.828	13.967	22.314	34.663	57.550
Cédulas hipotecarias (c)	3.500	10.650	18.685	24.280	25.670	26.655
Préstamos a promotores (d)	320	0	475	730	0	0
Subtotal hipotecario (a+b+c+d)	14.843	27.508	38.017	54.175	64.633	88.945
FTPYME ¹	2.713	5.303	8.964	2.944	7.956	6.474
FTGENCAT ¹	397	950	0	2.177	1.860	2.020
Resto PYMES ¹	0	0	0	1.250	2.979	2.485
Préstamos a empresas ²	0	0	0	3.100	5.536	19.250
Subtotal PYMES y Empresas	3.110	6.253	8.964	9.471	18.331	30.230
Préstamos a grandes empresas ³	0	0	0	556	0	0
Cédulas territoriales	0	1.400	0	665	0	0
Bonos de tesorería	0	0	0	1.180	1.450	0
Créditos AAPP	0	0	1.850	0	0	0
Préstamos consumo	0	1.280	235	0	5.527	3.592
Préstamos auto	850	0	1.000	2.598	1.360	2.840
Arrendamiento financiero	0	0	0	0	0	2.500
Otros créditos ⁴	0	300	458	400	307	13.521
Total pagarés de titulización emitidos ⁵	6.114	3.870	3.724	2.767	1.993	465
Total bonos más pagarés	24.917	40.610	54.248	71.811	93.600	142.092

Fuente: CNMV.

1. Incluye fondos cuya cartera incorpora prácticamente la totalidad de préstamos a PYMES.
2. Incluye fondos cuya cartera incorpora préstamos a cualquier tipo de empresas: autónomos, microempresas, pequeñas empresas, medianas empresas y otras empresas de mayor dimensión.
3. Incluye fondos cuya cartera incorpora únicamente préstamos a grandes empresas.
4. Incluye en 2003 un fondo de cuentas a cobrar. En 2004 y 2005 fondos de préstamos para actividades agrícolas y ganaderas. En 2004 y 2006 AYT Fondo Eólico, FTA (infraestructura). En 2006 AYT Deuda Subordinada I, FTA (obligaciones subordinadas especiales). En 2007, ICO Mediación I AYT, FTA (líneas de mediación concedidas por ICO a entidades financieras) y IM Préstamos Fondos Cédulas, FTA (préstamos concedidos a fondos de titulización de Cédulas Hipotecarias destinados a dotar el fondo de reserva).
5. Emisiones brutas de los FTA con programas de emisión de pagarés de titulización.

Contratación en AIAF por cuenta propia

II.23

Importes nominales en millones de euros

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	% var. 07/06
Pagarés	5.637	2.946	9.440	28.474	41.916	41.243	-1,61
Bonos y obligaciones	32.498	48.875	122.989	249.375	155.960	231.942	48,72
- de los cuales, bonos de titulización	23.271	41.334	102.885	219.722	130.624	205.044	56,97
Cédulas hipotecarias	204	184	5.950	5.651	7.071	14.572	106,08
Cédulas territoriales	0	4	4	111	23	1.050	4.406,44
Bonos matador	3.275	2.992	3.519	2.363	2.915	1.363	-53,24
Total	41.614	55.001	141.902	285.975	207.885	290.169	39,58

Fuente: CNMV.

Anexos estadísticos III

Número, partícipes, patrimonio y descomposición de la variación patrimonial de los fondos de inversión mobiliarios e inmobiliarios

III.1

Importes en millones de euros

Categoría	Número fondos		Número partícipes		Importe 2007	Varic. total ¹ % 07/06	Variac. patri. susc. y los rdtos. netos Importe	Rdtos. netos	Pro-memoria: Distribución susc. netas FI (%)	
	2007	Var.	2007	Var.						Susc. netas
Renta fija corto plazo	334	-40	1.508.217	-1.029.501	80.034	-24,3	-389	-3.194	2.809	-15,7
Renta fija largo plazo	150	-7	319.360	6.829	7.339	-16,7	-1.335	-1.425	89	-7,0
Renta fija mixta	136	-9	291.639	-16.345	8.016	-14,1	-860	-1.053	193	-5,2
Renta variable mixta	135	-13	245.925	-17.145	6.261	-11,7	-592	-840	248	-4,1
Renta variable nacional	123	5	288.210	-29.176	7.839	-24,7	-1.546	-2.314	768	-11,4
Renta fija internacional	69	-4	63.557	-44.316	1.362	-26,9	-67	-65	-2	-0,3
Renta fija mixta internacional	68	1	202.147	-14.696	4.996	-16,5	-810	-889	79	-4,4
Renta variable mixta internacional	72	-2	85.289	-8.654	2.587	-15,4	-424	-437	13	-2,1
Renta variable euro	124	10	289.312	-9.239	8.750	11,6	-199	-442	243	-2,2
Garantizado renta fija	251	31	549.108	51.568	17.674	22,0	3.151	2.715	437	13,3
Garantizado renta variable	590	29	1.715.144	-68.723	42.042	-6,1	-2.594	-3.602	1.008	-17,7
Fondos globales	470	52	822.277	-115.566	29.693	-12,5	-5.809	-6.259	450	-30,7

1. La variación patrimonial de cada categoría está influida por los cambios de vocación realizados durante el año. Así en la vocación 1 la disminución de patrimonio viene explicada por el traspaso a la vocación 19 de 25.000 millones de euros aproximadamente, así como en la vocación 9, que han entrado alrededor de 1.100 millones procedentes de otras vocaciones. La variación patrimonial real debida a las suscripciones netas y rendimientos netos es la que se muestra en las columnas incluidas en "Variación patrimonial debida a las suscripciones y los rendimientos netos".

Número, partícipes, patrimonio y descomposición de la variación patrimonial de los fondos de inversión mobiliarios e inmobiliarios (continuación)

III.1

Importes en millones de euros

Categoría	Número fondos		Número partícipes		Importe 2007	Varic. total % 07/06	Variac. patri. debida a las susc. y los rdts. netos		Distribución susc. netas FI (%)	
	2007	Var.	2007	Var.			Importe	Susc. netas		Rdtos. netos
Renta variable internacional Europa	71	3	262.559	-19.564	6.434	-16,1	-1.204	-1.141	-63	-5,6
Renta variable internacional Japón	28	0	51.656	-33.233	461	-57,3	-608	-482	-125	-2,4
Renta variable internacional Estados Unidos	43	1	48.553	-73.904	893	-37,2	-530	-497	-33	-2,4
Renta variable internacional Emergentes	62	4	156.937	38.982	2.198	28,0	487	165	323	0,8
Renta variable internacional Otros	153	-4	280.851	-71.600	3.962	-21,9	-1.045	-948	-97	-4,6
Monetarios	47	47	872.308	872.308	24.499	—	-886	-1.063	177	-5,2
Total FI	2.926	104	8.053.049	-581.975	255.041	-5,6	-15.259	-21.772	6.517	-106,8
FIICIL	31	29	3.897	3.895	999	—	996	1.006	-10	4,9
Fondos de inversión libre	21	16	1.127	1.106	446	—	373	378	-5	1,9
Total fondos (Total FIM+FIICIL+FIL)	2.978	149	8.058.073	-576.974	256.486	-5,1	-13.890	-20.388	6.502	-100,0
Fondos inmobiliarios	10	1	146.353	-4.700	8.609	0,1	13	-448	461,0	
IIC Extranjeras²	440	100	850.931	71.766	37.093	-15,9				

Fuente: CNMV.

2. En las magnitudes referidas las IIC extranjeras están incluidas sociedades y fondos. El dato de patrimonio para las IIC extranjeras se refiere al volumen de inversión que es el resultado de multiplicar el número de acciones y participaciones comercializadas en España por su valor a final de año.

Cartera de los fondos: peso en el saldo vivo de valores españoles

III.2

%

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Renta variable cotizada¹	2,6	2,9	4,8	5,2	4,9	4,1	3,8
Renta fija privada²	15,2	10,9	10,1	11,3	10,3	8,8	8,1
corto plazo	28,6	21,2	16,0	18,2	17,2	13,6	14,1
largo plazo	8,4	5,4	6,6	7,4	6,5	6,1	4,9
Renta fija pública	8,3	6,5	6,2	4,8	4,2	3,8	3,3
corto plazo ³	13,8	18,4	16,3	11,7	12,1	9,0	6,6
largo plazo	7,6	5,1	4,8	3,9	3,3	3,3	2,9

Fuente: CNMV y Banco de España.

1. Las cifras están a valor de realización. El dato de saldo vivo corresponde a la capitalización de los valores nacionales en el mercado continuo, corros y MAB.
2. En el caso de la renta fija, los importes son nominales.
3. No incluye las adquisiciones temporales de activos.

Gastos repercutidos a los fondos de inversión de carácter financiero (excepto ETF y fondos de inversión libre)

III.3

Importes en millones de euros

	2006		2007	
	Importes	% s/patrimonio medio diario	Importes	% s/patrimonio medio diario
Gastos por comisión de gestión	2.891,3	1,05	2.788,7	1,02
Gastos por comisión de depositario	263,9	0,09	255,8	0,09
Resto gastos de explotación	64,3	0,02	60,0	0,02
Total gastos repercutidos	3.219,5	1,09	3.104,5	1,13

Fuente: CNMV.

Gastos repercutidos a los ETF

III.4

Importes en millones de euros

	2006		2007	
	Importes	% s/patrimonio medio diario	Importes	% s/patrimonio medio diario
Gastos por comisión de gestión	0,30	0,11	1,32	0,18
Gastos por comisión de depositario	0,06	0,02	0,26	0,03
Resto gastos de explotación	0,04	0,02	0,12	0,02
Total gastos repercutidos	0,40	0,15	1,70	0,23

Fuente: CNMV.

Gastos repercutidos a los fondos de inversión libre

III.5

Importes en millones de euros

	2006		2007	
	Importes	% s/patrimonio medio diario	Importes	% s/patrimonio medio diario
Gastos por comisión de gestión	0,03	0,10	4,84	1,44
Gastos de financiación	0,00	0,01	1,07	0,32
Otros	0,01	0,06	2,69	0,80
Total gastos repercutidos	0,04	0,17	8,60	2,56

Fuente: CNMV.

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión*

III.6

Importes en millones de euros, a valor de mercado

	2006	2007	% sobre patrimonio total 2007
Liquidez	10.459	15.485	6,0
Inversión en cartera	259.900	240.110	93,8
Cartera Interior	127.333	134.701	52,6
Acciones y part. En fondos de inversión	31.130	30.321	11,8
Valores de renta fija pública	12.774	10.915	4,3
Valores de renta fija privada	51.585	61.738	24,1
Adquisición temporal de activos	31.217	31.172	12,2
Resto	629	553	0,2
Cartera exterior	132.567	105.410	41,2
Euros	118.583	94.205	36,8
Resto	13.983	11.205	4,4
Saldo neto (Deudores-Acreedores)	-59	444	0,2
Patrimonio	270.301	256.040	100,0

Fuente: CNMV.

* No incluye los fondos de inversión libre, aunque sí los fondos de fondos de inversión libre.

Evolución de las rentabilidades y las suscripciones netas de los fondos de inversión

III.7

Rentabilidad en % y suscripciones netas en millones de euros

	2002		2003		2004		2005		2006		2007	
	Rentab.	Suscr. netas	Rentab.	Suscr. netas	Rentab.	Suscr. netas	Rentab.	Suscr. netas	Rentab.	Suscr. netas	Rentab.	Suscr. netas
RF Corto Plazo	2,72	4.117	1,89	12.011	1,78	6.842	1,63	5.607	2,26	49.005	2,87	-3.194
RF Largo Plazo	4,34	-727	2,58	-383	3,4	889	2,14	-461	0,47	-3.267	1,19	-1.425
RF Mixta	-3,84	-1.912	5,14	-323	3,95	15	4,78	1.657	4,87	910	2,30	-1.053
RV Mixta	-15,92	-337	11,34	-877	6,87	-852	11,62	-475	13,06	-955	3,68	-840
RV Nacional	-26,91	105	29,02	511	19,51	1.130	20,61	276	33,25	-2.219	8,02	-2.314
RF Internacional	-0,64	-219	1,66	101	1,82	192	3,67	177	-0,11	-533	-0,22	-65
RF Mixta Internacional	-2,42	-246	2,39	-1.597	2,98	-456	5,4	689	3,11	629	1,31	-889
RV Mixta Internacional	-17,96	-28	7,55	-576	4,29	-257	12,42	-70	4,71	101	0,34	-437
RV Euro	-33,45	-187	16,91	472	9,23	11	22,35	344	19,16	382	3,78	-442
Garantizado RF	4,46	-2.200	2,39	-2.262	2,5	1.853	1,65	-354	0,83	1.019	2,78	2.715
Garantizado RV	0,37	-1.945	2,66	12.873	3,92	1.222	4,02	4.694	4,66	-3.021	2,44	-3.602
Fondos Globales	-12,42	326	5,79	4.367	2,31	8.070	6,16	3.928	4,09	7.301	1,48	-6.259
RV Internacional Europa	-33,78	-143	13,36	167	8,61	345	22,23	1.174	17,35	899	-0,24	-1.141
RV Internacional Japón	-25,41	-9	11,84	-1	5,94	173	40,9	681	-5,61	-395	-16,15	-482
RV Internacional Estados Unidos	-34,25	124	10,03	314	0,37	-130	12,14	138	4,24	155	-1,77	-497
RV Internacional Emergentes	-24,53	15	26,48	-18	22,86	137	52,75	368	22,16	78	23,76	165
RV Internacional Otros	-35,16	-363	11,77	-252	4,7	-21	21,46	-51	12,13	15	-0,93	-948
Monetarios	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	0,72	-1.063
Total FIM	-5,92	-3.740	5,22	24.528	4,13	19.164	6,13	18.319	5,85	50.103	2,72	-21.772
FIICIL	—	—	—	—	—	—	—	—	—	1	-0,95	1.006
Fondos de inversión libre	—	—	—	—	—	—	—	—	—	...	2,21	378
Total fondos (Total FIM+FIICIL+FIL)	-5,92	-3.740	5,22	24.528	4,13	19.164	6,13	18.319	5,85	50.104	2,71	-20.388
FIAMM	2,42	8.350	1,5	3.843	1,18	-739	1,17	-3.878	2,06	-54.629	—	—
Fondos Inmobiliarios	7,87	459	6,89	559	6,7	1.304	5,35	1.808	5,98	1.673	5,3	-448
Pro memoria: importe comercializado por las entidades españolas y las extranjeras residentes												
IIIC extranjeras						6.766	—	11.770	—	6.435	—	-5.846

Fuente: CNMV.

RF: Renta fija, RV: Renta variable., FIICIL: fondos de fondos de inversión libre, FIL: fondos de inversión libre.

Sociedades gestoras de IIC (SGIIC): altas y bajas en 2007

III.8

Sociedad gestora de IIC	Grupo de control
Altas	
Altex Partners Gestión, SGIIC, SA	Independiente
Siitnedif, SGIIC, SA	Fidentis Equities
Acapital Finanzas, SGIIC, SA	Independiente
ICR Institutional Investment Management, SGIIC, SA	Independiente
ALTAN Capital, SGIIC, SA	Independiente
Omega Gestión de Inversiones, SGIIC, SA	Independiente
Cartesio Inversiones, SGIIC, SA	Independiente
Goldman Sachs Gestión, SGIIC, SA	Goldman Sachs
Valorica Capital e Inversiones. SGIIC, SA	Tressis
Bajas	
Afina Gestión, SGIIC, SA	Commerzbank
Aguilar y de la Fuente Gestión, SA, SGIIC	Aguilar y de la Fuente
Gesdinco Gestión, SGIIC, SA	Renta 4

Fuente: CNMV.

ESI extranjeras con pasaporte comunitario: Estado miembro de origen¹

III.9

Anexos
Anexos estadísticos III

Número de ESI	2006	2007
Libre prestación de servicios	951	1.365
Alemania	22	28
Austria	26	28
Bélgica	8	8
Chipre	9	10
Dinamarca	7	8
Eslovenia	1	1
Finlandia	5	5
Francia	42	41
Grecia	8	8
Holanda	50	54
Irlanda	26	29
Italia	5	4
Luxemburgo	9	11
Malta	1	1
Noruega	12	20
Portugal	7	8
Reino Unido	704	1.093
Suecia	9	8
Sucursales	22	29
Francia	2	2
Holanda	2	2
Portugal	0	1
Reino Unido	18	24
Total	973	1.394

Fuente: CNMV.

1. Países indicados en las comunicaciones de ESI de Estados miembros de la UE y autorizaciones de ESI de Estados no miembros de la UE.

Entidad	Grupo de control
Sociedades y agencias de valores	
Altas	
Selección e Inversión de Capital Global, Agencia de Valores, S.A.	Independiente
Lombard Odier Darier Hentsch & Cie. (España), Sociedad de Valores, S.A.	Lombard Odier Darier Hentsch & Cie.
Auriga Securities, Sociedad de Valores, S.A.	Independiente
Morgan Stanley Wealth Management, Sociedad de Valores, S.A.	Morgan Stanley
Morgan Stanley, Sociedad de Valores, S.A.	Morgan Stanley
Bajas	
Eurosafei, Sociedad de Valores, S.A.	Banco Inversis
Inversis Intermediarios Financieros, Agencia de Valores, S.A.	Banco Inversis
Euroactivos, Agencia de Valores, S.A.	Banco Inversis
Beta Capital, Sociedad de Valores, S.A.	Fortis Bank
Deutsche Securities, Sociedad de Valores, S.A.	Deutsche Bank
Afina Pentor, Agencia de Valores, S.A.	Commerzbank
Botavara Blanca, Agencia de Valores, S.A.	Independiente
Morgan Stanley, Sociedad de Valores, S.A.	Morgan Stanley
JPMorgan, Sociedad de Valores, S.A.	JP Morgan Bank
Fonditel Valores, Agencia de Valores, S.A.	Telefónica
Sociedades gestoras de cartera	
Bajas	
MG Wealth Managers, S.A., Sociedad Gestora de Carteras	Independiente
Deutsche Asset Management, Sociedad Gestora de Carteras, S.A.	Deutsche Bank
Padinco Patrimonios, Sociedad Gestora de Carteras, S.A.	Renta 4
González Cantero Hermanos, Sociedad Gestora de Carteras, S.A.	Independiente
ESIS Extranjeras con sucursal	
Altas	
Blackrock Investment Management (UK) Limited, Sucursal en España	Merrill Lynch
Morley Fund Management Limited, Sucursal en España	Aviva
ADM Investor Services International Limited, Sucursal en España	ADM investor services
Fairfield Greenwich (UK) Limited, Sucursal en España	Fairfield Greenwich Group
DIF Broker Sociedade Corretora, S.A., Sucursal en España	Dif Broker
IG Markets Limited, Sucursal en España	IG Group
MFS International (UK) Limited, Sucursal en España	MFS International

Fuente: CNMV.

Cambios de control en sociedades y agencias de valores y sociedades gestoras de cartera. 2007

III.11

Anexos
Anexos estadísticos III

Entidad	Adquirente
Tomas de control por entidades financieras españolas	
Dexia Equities España, S.A., Agencia de Valores	Independiente ¹
Tomas de control por entidades financieras extranjeras	
Winvalor Agencia de Valores, S.A.	Axa ²

Fuente: CNMV.

1. Adquisición de la entidad por parte de los empleados a RBC Dexia Investor Services España.
2. Axa, S.A. adquiere a Credit Suisse Group la totalidad del capital social de Winterthur Swiss Insurance Company, lo que supone la adquisición indirecta del 100% del capital social de Winvalor, AV.

ESI españolas con pasaporte comunitario. Estado miembro de acogida¹

III.12

Número de ESI	2006	2007
Libre prestación de servicios	135	137
Alemania	17	16
Austria	5	5
Bélgica	10	12
Dinamarca	5	5
Finlandia	5	5
Francia	11	12
Grecia	5	5
Holanda	10	11
Irlanda	8	7
Islandia	3	3
Italia	12	11
Liechtenstein	1	1
Luxemburgo	9	9
Noruega	3	3
Portugal	16	17
Reino Unido	10	10
Suecia	5	5
Sucursales	2	2
Portugal	1	1
Reino Unido	1	1
Pro memoria: Total ESI con actuación transfronteriza²		
Libre prestación de servicios	32	29
Sucursales	2	2

Fuente: CNMV.

1. Países indicados en las comunicaciones de libre prestación de servicios y en las autorizaciones de apertura de sucursales.
2. Número de ESI españolas que prestan servicios en otros Estados, sin contar el número de ellos, puesto que una misma entidad puede prestar servicios en uno o más Estados.

Entidades de crédito extranjeras con pasaporte comunitario para prestar servicios de inversión a 31 de diciembre de 2007. Estado miembro de origen III.13

Número de entidades de crédito	2006	2007
Libre prestación de servicios	293	310
Alemania	36	36
Austria	18	20
Bélgica	5	7
Chipre	2	2
Dinamarca	7	9
Finlandia	5	5
Francia	47	48
Holanda	25	25
Hungría	1	1
Irlanda	23	23
Islandia	1	1
Italia	6	7
Liechtenstein	2	2
Luxemburgo	39	43
Malta	1	3
Noruega	2	2
Portugal	11	11
Reino Unido	59	62
Suecia	3	3
Sucursales	45	52
Alemania	6	6
Bélgica	2	3
Dinamarca	1	1
Francia	13	14
Holanda	5	5
Irlanda	1	3
Islandia	0	1
Italia	2	1
Luxemburgo	2	2
Portugal	6	8
Reino Unido	7	8

Fuente: CNMV.

Anexos estadísticos IV

Número de accionistas de las sociedades del Ibex 35¹ con participación significativa

IV.1

Entidades	Participación			
	5%-10%	10%-25%	25%-50%	50%-100%
Abertis	2	2	-	-
Acciona	-	-	-	1
Acerinox	1	3	-	-
ACS	1	3	-	-
AGBAR	1	-	-	1
Altadis	5	1	-	-
Antena 3	1	1	1	-
B. Popular	2	1	-	-
B. Sabadell	4	-	-	-
B. Santander	2	1	-	-
Banesto	-	-	-	1
Bankinter	1	2	-	-
BBVA	3	-	-	-
BME	4	-	-	-
Cintra	1	-	-	1
Colonial	4	1	1	-
Enagás	9	-	-	-
Endesa	-	-	1	1
FCC	-	1	-	1
Ferrovial	-	-	-	1
Gamesa	3	1	-	-
Gas Natural	-	1	2	-
Iberdrola	3	-	-	-
Iberia	2	1	-	-
Inditex	1	1	-	1
Indra	3	2	-	-
Mapfre	-	-	-	1
NH Hoteles	5	1	1	-
REE	1	1	-	-
Repsol YPF	1	2	-	-
Sacyr	6	3	-	-
Sogetecable	1	1	1	-
Telecinco	3	1	-	1
Telefónica	4	-	-	-
Unión Fenosa	3	-	1	-
Total	77	31	8	10

Fuente: CNMV.

1. Composición del Ibex 35 al cierre del ejercicio.

Referencia	Resoluciones
(1/07)	Orden Ministerial de 29 de enero de 2007 Resuelve el expediente sancionador incoado a dos ESIs (Agencia de Valores y Sociedad Gestora de Carteras) por la presunta comisión de tres infracciones muy graves del artículo 99 e) LMV –irregularidades contables esenciales–, dos a la Agencia de Valores y una a la Sociedad Gestora. Se sanciona a la Agencia con dos multas por importe global de 200.000 euros y a la Gestora con multa de 50.000 euros. Asimismo se sanciona a un miembro del Consejo de Administración de ambas ESIS con tres sanciones de separación del cargo e inhabilitación por un periodo global de 18 años.
(2/07)	Resolución del Consejo de la CNMV de 22 de febrero de 2007 Resuelve el expediente sancionador incoado a una sociedad anónima, matriz de un grupo consolidable de entidades financieras, por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 100 b) LMV –no remisión en plazo del informe de auditoría complementario–. Se declara la inexistencia de responsabilidad.
(3/07)	Orden Ministerial de 6 de marzo de 2007 Resuelve el expediente sancionador incoado a una sociedad limitada y a su administrador único por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 q) LMV –incumplimiento de la reserva de actividad–. Se sanciona a cada uno, sociedad y administrador, con multa de 300.506,05 euros.
(4/07)	Acuerdo del Comité Ejecutivo de la CNMV de 19 de abril de 2007 Acuerda archivar el expediente sancionador incoado a una sociedad emisora por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 ñ) LMV –no comunicación de hecho relevante–, y suspendido en su tramitación por la concurrencia de prejudicialidad penal, una vez producido el archivo de las actuaciones penales.
(5/07)	Resolución del Consejo de la CNMV de 25 de abril de 2007 Resuelve el expediente sancionador incoado a una Sociedad Gestora de Instituciones de Inversión Colectiva, por la presunta comisión de infracciones de la LIIC. Se le sanciona por dos infracciones graves –incumplimiento del régimen de comisiones y de la política de inversión en relación con determinados Fondos de inversión– con multas por importe global de 1.030.000 euros.
(6/07)	Resolución del Consejo de la CNMV de 30 de mayo de 2007 Resuelve el expediente sancionador incoado a dos personas físicas por la presunta comisión, por una de ellas, de una infracción muy grave del artículo 99 o) LMV –comunicación de información privilegiada–, y por la otra, de una infracción grave del artículo 100 x) LMV –utilización de información privilegiada–. Se declara la inexistencia de responsabilidad de la primera, y a la segunda se le sanciona con multa por importe de 6.021 euros.
(7/07)	Orden Ministerial de 5 de julio de 2007 Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona física por la presunta comisión de dos infracciones muy graves de la LMV, una del artículo 99 p) –no comunicación de participaciones significativas– y otra del artículo 99 o) –utilización de información privilegiada–. Se le sanciona con multas de 15.000 y 33.500 euros respectivamente.
(8/07)	Orden Ministerial de 5 de julio de 2007 Resuelve el expediente sancionador incoado a una sociedad limitada, su administrador único y un directivo de la misma, por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 q) LMV –incumplimiento de la reserva de actividad–. Se sanciona a la sociedad con multa de 16.081.881 euros, y con multa de 300.506,05 euros a cada una de las personas físicas.
(9/07)	Orden Ministerial de 24 de octubre de 2007 Resuelve el expediente sancionador incoado a una entidad de crédito por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 p) LMV –retraso en la comunicación de participaciones significativas–. Se le sanciona con multa de 12.000 euros.

Fuente: CNMV.

Relación de sentencias recaídas en recursos contencioso-administrativos (RCA) durante 2007 contra resoluciones en materia de sanciones

IV.3

Núm.	Fecha	Tribunal	Núm. de RCA	Acto recurrido
1	11/01/2007	Audiencia Nacional	98/2005	Orden MEH 25/01/2005
Confirma las sanciones impuestas por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 25 de enero de 2005 de 2004 por una infracción muy grave del artículo 99 p) LMV.				
2	12/02/2007	Audiencia Nacional	376/2004	Orden ME 12/03/2004
Confirma las sanciones impuestas por Resolución del Consejo de la CNMV, confirmada en alzada por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 12 de marzo de 2004, en relación con varias infracciones graves de la LMV –art. 100 t)– y de la LIIC –art. 32.3 letras c) y j)–.				
3	28/02/2007	Audiencia Nacional	152/2005	Orden MEH 24/01/2005
Confirma las sanciones impuestas por Resolución del Consejo de la CNMV, confirmada en alzada por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 24 de enero de 2005, en relación con varias infracciones graves de la LMV –art. 100, letras c), h) y o)–.				
4	20/03/2007	Audiencia Nacional	80/2004	Orden MEH 22/01/2004
Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 22 de enero de 2004 por infracción muy grave del art. 99 ñ) LMV.				
5	23/03/2007	Audiencia Nacional	222/2005	Orden MEH 14/02/2005
Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 14 de febrero de 2005 por infracción muy grave del artículo 99 p) LMV.				
6	12/04/2007	Audiencia Nacional	450/2004	Orden ME 15/07/2004
Confirma las sanciones impuestas por Resolución del Consejo de la CNMV, confirmada en alzada por Orden del Ministerio de Economía de 15 de julio de 2004, en relación con varias infracciones graves de la LMV –art. 100, letras t), m) y c)–.				
7	10/05/2007	Audiencia Nacional	332/2005	Orden MEH 12/04/2005
Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 12 de abril de 2005 por infracción muy grave del artículo 99 p) LMV.				
8	25/05/2007	Audiencia Nacional	362/2005	Orden ME 09/06/2005
Confirma las sanciones impuestas por Resolución del Consejo de la CNMV, confirmada en alzada por Orden del Ministerio de Economía de 9 de junio de 2005, en relación con varias infracciones graves de la LMV –art. 100, letras o) y c)–.				
9	25/05/2007	Audiencia Nacional	317/2006	Orden MEH 16/06/2006
Confirma la sanción impuesta por Resolución del Consejo de la CNMV por infracción grave del artículo 100 t) LMV, y confirmada en alzada por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 16 de junio de 2006.				
10	08/06/2007	Audiencia Nacional	629/2005	Orden MEH 18/10/2005
Confirma las sanciones impuestas por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 18 de octubre de 2005 por infracción muy grave de la letra l) del artículo 99 LMV.				
11	12/06/2007	Audiencia Nacional	506/2004	Orden MEH 24/11/2003
Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 24 de noviembre de 2003 por infracción muy grave de la LIIC –art. 32.4 e)–.				

Relación de sentencias recaídas en recursos contencioso-administrativos (RCA) durante 2007 contra resoluciones en materia de sanciones (continuación)

IV.3

Núm.	Fecha	Tribunal	Núm. de RCA	Acto recurrido
12	13/06/2007	Tribunal Supremo	893/2001	Sentencia AN 26/07/2004
<p>Confirma en casación la sentencia de la Audiencia Nacional de 26 de julio de 2004 que desestima el recurso contencioso-administrativo número 893/2001 contra la Orden del Ministerio de Economía de 12 de diciembre de 2000, por la que se impuso sanción por infracción muy grave del artículo 99 q) LMV.</p>				
13	20/06/2007	Tribunal Supremo	892/2001	Sentencia AN 08/09/2004
<p>Confirma en casación la sentencia de la Audiencia Nacional de 8 de septiembre de 2004 que desestima el recurso contencioso-administrativo número 892/2001 contra la Orden del Ministerio de Economía de 12 de diciembre de 2000, por la que se impuso sanción por infracción muy grave del artículo 99 q) LMV.</p>				
14	06/07/2007	Audiencia Nacional	669/2005	Orden MEH 18/10/2005
<p>Confirma la sanción impuesta por Resolución del Consejo de la CNMV por infracción grave del artículo 100 t) LMV, y confirmada en alzada por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 18 de octubre de 2005.</p>				
15	17/07/2007	Audiencia Nacional	224/2005	Orden MEH 14/02/2005
<p>Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministerio de Economía de 14 de febrero de 2005 por infracción muy grave del artículo 99 l) LMV.</p>				
16	18/07/2007	Audiencia Nacional	685/2005	Orden MEH 18/10/2005
<p>Confirma las sanciones impuestas por Resolución del Consejo de la CNMV por infracción grave del artículo 100 t) LMV, y confirmadas en alzada por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 18 de octubre de 2005.</p>				
17	14/09/2007	Audiencia Nacional	153/2005	Orden MEH 17/02/2005
<p>Estima el recurso contencioso-administrativo interpuesto contra la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 17 de febrero de 2005 que confirma en alzada sanciones impuestas por Resolución de la CNMV por infracción grave de la LIIC –art. 32.3 j)–. Anula la citada Orden.</p>				
18	20/09/2007	Audiencia Nacional	684/2005	Orden ME 18/10/2005
<p>Confirma las sanciones impuestas por Resolución del Consejo de la CNMV por infracciones graves de la LMV –art. 100 t)– y la LIIC –art. 32.3. j)–, y confirmada en alzada por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 18 de octubre de 2005.</p>				
19	11/10/2007	Audiencia Nacional	305/2005	Orden MEH 28/03/2005
<p>Confirma las sanciones impuestas por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 28 de marzo de 2005 por infracciones muy graves de las letras l) y q) del artículo 99 de la LMV.</p>				
20	24/10/2007	Tribunal Supremo	97/2004	Sentencia AN 27/09/2005
<p>Desestima el recurso de casación para la unificación de doctrina interpuesto contra la Sentencia de la Audiencia Nacional de 27 de septiembre de 2005, que desestimó el recurso contencioso administrativo número 97/2004 interpuesto contra la Orden del Ministerio de Economía de 19 de diciembre de 2003 que impuso sanciones por infracciones muy graves del artículo 99 l) LMV.</p>				
21	28/12/2007	Audiencia Nacional	683/2005	Ordenes MEH 18/10/2005 y 10/02/2006
<p>Confirma las sanciones impuestas en relación con infracción grave del artículo 100 t) e infracción muy grave del artículo 99 l), ambos de la LMV, por Ordenes del Ministerio de Economía y Hacienda de 18 de octubre de 2005 y 10 de febrero de 2006 que confirman en alzada y reposición, respectivamente, Resolución de la CNMV y Orden del Ministerio de Economía y Hacienda.</p>				

Fuente: CNMV.

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
Advertencias de la CNMV sobre entidades no autorizadas		
12/02/2007	Brookfield Partners, S.L. www.brookfield-partners.com	CNMV
12/02/2007	Administraciones Temple Bar, S.L.	CNMV
05/03/2007	BERKLEY WYATT ASSET LIMITED, S.L. www.bwasset.com , www.bwasset.es	CNMV
05/03/2007	CISA MANAGEMENT, S.L. www.cisasl.org	CNMV
05/03/2007	CISA, S.L., CORPORATE INVESTMENT SERVICES www.cisasl.org	CNMV
05/03/2007	REMINGTON YORK LTD.	CNMV
02/04/2007	BR CONSULTANCE ALFAZ, S.L.	CNMV
18/06/2007	ANDERSON McCORMACK GROUP, S.L.	CNMV
18/06/2007	CORNHILL MANAGEMENT, S.L. www.cornhillmanagementsl.com	CNMV
18/06/2007	BROKER S SOCIETY SOCIEDAD DE GESTIÓN Y TRAMITACIÓN FINANCIERO ASEGURADORA, S.L.	CNMV
03/12/2007	EURO TRUST CAPITAL MANAGEMENT	CNMV
Advertencias al público de otros reguladores extranjeros		
03/01/2007	Wakefield & Stern Corporation www.wakefieldstern.ch	JFSC - JERSEY
03/01/2007	Axxess Swiss Trading www.axxessswiss.com	NAFM - HOLANDA
03/01/2007	Axxess Swiss Corp www.axxessswiss.com	NAFM - HOLANDA
03/01/2007	IFGX Mergers and Acquisitions Group www.ifgx.com	NAFM - HOLANDA
10/01/2007	Aberdeen Management Limited	GFSC - GIBRALTAR
10/01/2007	Hamiltons Financial Services SL	GFSC - GIBRALTAR
24/01/2007	Hanson Group Internacional www.hansongroupinternational.com	SFSA - SUECIA
17/01/2007	OCFDA (Offshore Commodity Futures Dealers Association) www.ocfda.org	CBF - BELGICA
17/01/2007	Yamato & Associates www.yamatoandassociates.com	SFC - HONG KONG
17/01/2007	Newman Bell Mergers & Acquisitions www.newmanbell.com	SFC - HONG KONG
17/01/2007	Alpinai Investments www.alpinai.com	SFC - HONG KONG
17/01/2007	FinAXA Settlements Inc www.finaxa.us	SFSA - SUECIA
24/01/2007	Hollinger Newcastle Limited www.hollingernewcastle.com	SFSA - SUECIA
24/01/2007	Kennedy & Lang Limited www.kennedylang.com	SFSA - SUECIA
24/01/2007	KingsleyStone www.kingsleystone.com	SFSA - SUECIA

Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)

IV.4

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
24/01/2007	Maxwell & Goldstein www.maxwellgoldstein.com	SFSA - SUECIA
24/01/2007	Thatcher & Thatcher Ltd www.thatcherltd.com	SFSA - SUECIA
31/01/2007	Reynold Brown Associates	FMA - AUSTRIA
31/01/2007	South West Bank	FSC - ISLA DE MAN
31/01/2007	Hanover Company Limited	JFSC - JERSEY
07/02/2007	Gold Coast Investments www.goldcoast-investments.com	FMA - AUSTRIA
07/02/2007	Fairbain Private Bank www.fpbgroup.com	FSC - ISLA DE MAN
07/02/2007	Universal Mercantile Building Society EF (UMBS)	SFSA - SUECIA
14/02/2007	Grundbuchzertifikat Ltd. www.gbz.at	FMA - AUSTRIA
14/02/2007	LORNE TRUST ASSET MANAGEMENT MR RYAN MCCOURT (SIC) MR RICHARD WILLIAMS	FSC - ISLA DE MAN
14/02/2007	VAULTING COMPANY LIMITED MR RYAN MCCOURT (SIC) MR RICHARD WILLIAMS	FSC - ISLA DE MAN
14/02/2007	JFS Credit Union Ekonomisk förening	SFSA - SUECIA
14/02/2007	Unispar Universal Sparkasse Ekonomisk förening www.unisparkasse.com	SFSA - SUECIA
21/02/2007	Cathay Asset Management	NAFM - HOLANDA
21/02/2007	Golden Trading Organisation www.goldentrading.co.uk	FSC - ISLA DE MAN
28/02/2007	Walden & Associates	FMA - AUSTRIA
28/02/2007	Investarea (IOM) Ltd www.investarea.org	FSC - ISLA DE MAN
28/02/2007	Oceania Bank PLC www.oceaniabnkplc.com	FSC - ISLA DE MAN
28/02/2007	The Royal London Bank of Communications	FSC - ISLA DE MAN
28/02/2007	Unicredit (UK) Ltd.	FSC - ISLA DE MAN
14/03/2007	Evergreen Equito	FSA - REINO UNIDO
14/03/2007	Omega Advisory Group	FSA - REINO UNIDO
14/03/2007	Globe Invest AG	SSMA - ESLOVENIA
14/03/2007	Strategic Capital Partners Portfolio Management AG www.strategiccapiatal.ch	SSMA - ESLOVENIA
21/03/2007	Pegasus Ventures http://www.pegasus-ventures.net	DFSA - DINAMARCA
21/03/2007	Pegasus Ventures http://www.pegasus-ventures.net	FSAN - NORUEGA
28/03/2007	Metrofinancials	ASIC - AUSTRALIA
28/03/2007	Metro Financials	ASIC - AUSTRALIA
28/03/2007	New York Options Exchange (NYOEX)	CFTC - EE.UU.
28/03/2007	Tahoe Futures (Tahoe)	CFTC - EE.UU.
28/03/2007	International Energy Exchange (INTENX)	CFTC - EE.UU.

Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)

IV.4

Anexos
 Anexos estadísticos IV

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
28/03/2007	Vitol Capital Management (Vitol)	CFTC - EE.UU.
28/03/2007	New York Petroleum Option Exchange (NYPOE)	CFTC - EE.UU.
28/03/2007	HPR Commodities (HPR)	CFTC - EE.UU.
28/03/2007	American Futures and Options Exchange (AFOEX)	CFTC - EE.UU.
28/03/2007	Metro Financials (Metro)	CFTC - EE.UU.
28/03/2007	American Futures and Options Trading Commission (AFOTC)	CFTC - EE.UU.
28/03/2007	First Equis Ltd. www.firstequis.com	FSAN - NORUEGA
28/03/2007	Leeds Bank Plc www.leedsb.com	JFSC - JERSEY
11/04/2007	Trinity Ventures http://www.trinity-ventures.com	DFSA - DINAMARCA
11/04/2007	Olympia King Wealth Group www.olympiaking.com	SFC - HONG KONG
18/04/2007	Ashton Trading Corporation	NAFM - HOLANDA
18/04/2007	Carlton Hedges and Associates www.carltonhedgesandassociates.com	JFSC - JERSEY
25/04/2007	RVC Markets	FSA - REINO UNIDO
25/04/2007	CISA SL Corporate Investment Services	FSA - REINO UNIDO
25/04/2007	Empire Investments (based in Luxembourg)	FSA - REINO UNIDO
25/04/2007	Portsmouth Escrow Service LLC	FSA - REINO UNIDO
09/05/2007	Direct Settlements Pte Ltd.	FSAN - NORUEGA
09/05/2007	Tanaka Securities Inc. www.tanasecure.com	FSAN - NORUEGA
09/05/2007	Lohman Brokers	NAFM - HOLANDA
09/05/2007	Signature Consulting, Ltd. www.signatureconsulting.com	SFSA - SUECIA
16/05/2007	Bond Trust Finance	FSC - ISLA DE MAN
16/05/2007	Guaranty Finance Clearing House Isle of Man UK	FSC - ISLA DE MAN
16/05/2007	IDS International Services	FSC - ISLA DE MAN
23/05/2007	Wellington Mergers & Acquisitions www.wellingtonma.com	FSAN - NORUEGA
06/06/2007	Capital Offshore Group www.cogroup.co.uk	JFSC - JERSEY
06/06/2007	Blundell Oliver Ltd.	NAFM - HOLANDA
06/06/2007	Diversified Capital Management Ltd	NAFM - HOLANDA
06/06/2007	Global Mergers and Acquisitions Inc.	NAFM - HOLANDA
06/06/2007	KB Panamá	NAFM - HOLANDA
06/06/2007	Imperial Quest Ventures Ltd www.iqvltd.com	SFSA - SUECIA
20/06/2007	Morgan Franklin International	FSAN - NORUEGA
20/06/2007	FMSinvest LTD www.fmsinvest.co.uk	FSC - ISLA DE MAN
20/06/2007	FMS-Fund LTD www.fms-fund.com	FSC - ISLA DE MAN

Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)

IV.4

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
20/06/2007	OPFund LTD	FSC - ISLA DE MAN
04/07/2007	DENTON MERGERS AND ACQUISITIONS	NAFM - HOLANDA
04/07/2007	KNOWL, BREW AND ZIMMER	SFSA - SUECIA
04/07/2007	INDICES INTERNATIONAL GROUP	SFSA - SUECIA
04/07/2007	TAVISTOCK CAPITAL MARKETS	SFSA - SUECIA
18/07/2007	Merkater Business Company	NAFM - HOLANDA
04/07/2007	GIG HOLDINGS Ltd	HCMC - GRECIA
04/07/2007	WORLD MANAGEMENT INTERNATIONAL	HCMC - GRECIA
18/07/2007	SUMMIT CAPITAL MANAGEMENT	FSAN - NORUEGA
18/07/2007	ORMOND COMMODITIES	FSAN - NORUEGA
18/07/2007	SCANDINAVIAN BROKERS HOUSE s.r.o.	FSAN - NORUEGA
18/07/2007	GORDON MACQUEEN	FSC - ISLA DE MAN
18/07/2007	UPCB PRIVE BANCO	FSC - ISLA DE MAN
18/07/2007	HUKO FINANCE AMELIA TUIWAI	FSC - ISLA DE MAN
18/07/2007	TECO FINANCE LTD HTTP://TECO-FINANCE.COM	FSC - ISLA DE MAN
18/07/2007	TECO-FINANCE.COM HTTP://TECO-FINANCE.COM	FSC - ISLA DE MAN
18/07/2007	TECO-FINANCE.COM LTD HTTP://TECO-FINANCE.COM	FSC - ISLA DE MAN
18/07/2007	FMSINVEST LTD HTTP://TECO-FINANCE.COM	FSC - ISLA DE MAN
18/07/2007	ALBERT T. MACARTHUR	FSC - ISLA DE MAN
18/07/2007	HUMPHREYS & CO LAWYERS	FSC - ISLA DE MAN
18/07/2007	TIM MCCARRON	FSC - ISLA DE MAN
18/07/2007	LORNE TRUST ASSET MANAGEMENT	FSC - ISLA DE MAN
18/07/2007	VAULTING COMPANY LIMITED	FSC - ISLA DE MAN
18/07/2007	LORNE TRUST ASSET MANAGEMENT COMPANY	FSC - ISLA DE MAN
18/07/2007	UNION TRUST SECURITIES	FSC - ISLA DE MAN
18/07/2007	WESTMINSTER FINANCE LONDON	FSC - ISLA DE MAN
18/07/2007	HUNTINGTON ASSET MANAGEMENT GROUP	IFSRA - IRLANDA
28/03/2007	VARIOS ESTADOS UNIDOS (CFTC)	CFTC - EE.UU.
08/08/2007	UGC PRIVATE BANKING SERVICES WWW.UPGROUPCOM.COM	FSC - ISLA DE MAN
08/08/2007	GUARRANTY FINANCE CLEARING HOUSE HTTP://GFCHOUSE.COM HTTP://GUARRANTYFC.007IHOST.COM/ACCESS/ABOUT/INDEX.HTML	FSC - ISLA DE MAN
08/08/2007	GOLDEN FINANCE CLEARING HOUSE HTTP://GFCHOUSE.COM HTTP://GUARRANTYFC.007IHOST.COM/ACCESS/ABOUT/INDEX.HTML	FSC - ISLA DE MAN
08/08/2007	GFCH HTTP://GFCHOUSE.COM HTTP://GUARRANTYFC.007IHOST.COM/ACCESS/ABOUT/INDEX.HTML	FSC - ISLA DE MAN
08/08/2007	FMSinvest LTD	FSC - ISLA DE MAN
08/08/2007	FMS-Fund LTD	FSC - ISLA DE MAN

Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)

IV.4

Anexos
 Anexos estadísticos IV

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
08/08/2007	OPFund LTD	FSC - ISLA DE MAN
08/08/2007	UNICORN VENTURES	FSAN - NORUEGA
14/08/2007	GUARANTEE TRUST ASSET MANAGEMENT COMPANY WWW.GUARANTEETRUST-ASSETMGT.COM	FSC - ISLA DE MAN
14/08/2007	Scorpion Performance Inc. www.scorpionperformance.com	CBFA - BELGICA
22/08/2007	FIRST PRIME INTERNATIONAL	FSAN - NORUEGA
12/09/2007	SWISS MUTUAL FUND (1948), S.A.	FSC - ISLA DE MAN
12/09/2007	CHARLTON HAYFIELD AND COMPANY WWW.CHARLTONHAYFIELD.COM	SFSA - SUECIA
12/09/2007	TAO INVESTMENT MANAGEMENT COMPANY WWW.MPT-ASIA.COM WWW.MANDARIN-FUND.COM WWW.CHINACARBONFUND.COM WWW.CARBONFUND.ORG	SFC - HONG KONG
12/09/2007	MOUNTAIN PEAK TRADING LIMITED WWW.MPT-ASIA.COM WWW.MANDARIN-FUND.COM WWW.CHINACARBONFUND.COM WWW.CARBONFUND.ORG	SFC - HONG KONG
12/09/2007	MPT MARKETING SERVICE WWW.MPT-ASIA.COM WWW.MANDARIN-FUND.COM WWW.CHINACARBONFUND.COM WWW.CARBONFUND.ORG	SFC - HONG KONG
12/09/2007	ARRAN FUNDING LIMITED WWW.ARRAN-FUNDING.COM	JFSC - JERSEY
12/09/2007	BORDEAUX ADVISORY B.V.	AFM - HOLANDA
12/09/2007	TRANS WORLD SECURITY INVESTMENT (TWSI) WWW.TRANSWORLDSECURITYINVESTMENTS.COM/ABOUT.HTML	FSC - ISLA DE MAN
12/09/2007	OFFSHORE CREDIT SERVICES LIMITED	FSC - ISLA DE MAN
24/10/2007	Swisscash	FSC - ISLA DE MAN
24/10/2007	OXFORD INTERNATIONAL CREDIT UNION	FSC - ISLA DE MAN
24/10/2007	HOPEWOOD AND COMPANY WWW.HOPEWOODCO.COM	SFSA - SUECIA
24/10/2007	EXTEND CAPITAL CORP. (GROUP) WWW.EXTEND-CAPITAL.COM	SFSA - SUECIA
24/10/2007	EXTEND CAPITAL FOREIGN OPERATION FUND WWW.EXTEND-CAPITAL.COM	SFSA - SUECIA
24/10/2007	FOREX CAPITAL MARKETS CLUB LIMITED WWW.FXCMCLUB.COM	SFC - HONG KONG
24/10/2007	FXCM CLUB WWW.FXCMCLUB.COM	SFC - HONG KONG
24/10/2007	FX CAPITAL CLUB LIMITED WWW.FXCMCLUB.COM	SFC - HONG KONG
24/10/2007	SOLARIS GLOBAL PARTNERS WWW.1STINVESTANDSECURITIES.COM WWW.SOLARISGLOBALPARTNERS.COM	SFSA - SUECIA
24/10/2007	FOCUS (AIM) LIMITED	SFC - HONG KONG

Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)

IV.4

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
24/10/2007	SMI GLOBAL CAPITAL LTD WWW.SMICAP.COM	SFC - HONG KONG
24/10/2007	WWW.BPBONLINE.NET	FSC - ISLA DE MAN
24/10/2007	CONSOLIDATED SECURITIES INC	FSC - ISLA DE MAN
24/10/2007	ZURICHINTERNATIONAL.BANKLTD@YAHOO.CO.UK	FSC - ISLA DE MAN
24/10/2007	LAMBERT & GILBERT LAMBERT GEORGE	FSC - ISLA DE MAN
24/10/2007	HUMPHREYS & CO LAWYERS	FSC - ISLA DE MAN
24/10/2007	HUMPHREY & CO LAWYERS	FSC - ISLA DE MAN
24/10/2007	VARIOS ISLA DE MAN	FSC - ISLA DE MAN
31/10/2007	URBAN PRIVATE FINANCE WWW.URBANFIN.COM WWW.URBANFINMAIL.COM	JFSC - JERSEY
31/10/2007	URBAN PRIVATE FINANCE CORPORATION WWW.URBANFIN.COM WWW.URBANFINMAIL.COM	JFSC - JERSEY
31/10/2007	GLOBAL PENSION PLAN	FSAN - NORUEGA
31/10/2007	HARCOURT WELLS & ASSOCIATES WWW.HARCOURTWELLS.COM	FSAN - NORUEGA
31/10/2007	DRAGON SECURITIES WWW.DRAGON-SECURITIES.COM	FSAN - NORUEGA
31/10/2007	MORGAN FINANCIAL ADVISORS WWW.MORGAN-ADVISORS.COM	FSAN - NORUEGA
31/10/2007	ARTEMIS FINANCIAL WWW.ARTEMIS-FINANCIAL.COM	FSAN - NORUEGA
31/10/2007	INVESTMENT NETWORK INCORPORATED WWW.INVESTMENTNETWORKINCORPORATED.COM	FSAN - NORUEGA
31/10/2007	PRIORITY VENTURE MANAGEMENT WWW.PRIORITYVENTUREMGT.COM	SFSA - SUECIA
31/10/2007	TRANSATLANTIC GROUP MERGERS AND ACQUISITIONS WWW.TGMERGERS.COM	SFSA - SUECIA
31/10/2007	CAMERON MCDONALD & CO WWW.CAMERONMCD.COM	SFSA - SUECIA
31/10/2007	MILLER & ROSS WWW.MILLER-ROSS.COM	SFSA - SUECIA
07/11/2007	ALLIANCE & LEICESTER COMMERCIAL BANK WWW.ALCBONLINE.CO.UK	FSC - ISLA DE MAN
07/11/2007	HUMPHREY & CO LAWYERS	FSC - ISLA DE MAN
07/11/2007	HUMPHREYS & CO LAWYERS	FSC - ISLA DE MAN
07/11/2007	SUMMIT EMPIRE GROUP LIMITED WWW.SUMMITEMPIRELTD.COM	SFSA - SUECIA
07/11/2007	FORBES FIRST FINANCIAL CORPORATION	SFSA - SUECIA
07/11/2007	OLSEN ACQUISITIONS WWW.OLSENACQUISITIONS.COM	SFSA - SUECIA
07/11/2007	CROWN POINT MERGERS & ACQUISITIONS LIMITED WWW.CROWNMERGERS.COM	SFSA - SUECIA
14/11/2007	Morley Thompson Inc. www.morleythompson.com	CBFA - BELGICA

Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)

IV.4

Anexos
 Anexos estadísticos IV

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
21/11/2007	CITY CAPITAL MA WWW.CITYCAPITALMA.COM	SFSA - SUECIA
21/11/2007	CITIFUND ASSET MANAGEMENT INC WWW.CITIFUNDASSET.COM	SFSA - SUECIA
21/11/2007	HOWELL AND JOHNSON ASSOCIATES WWW.HOWELLANDJOHNSON.COM	SFSA - SUECIA
21/11/2007	MASAHIRO INTERNATIONAL WWW.MASAHIROINTERNATIONAL.COM	SFSA - SUECIA
21/11/2007	WELLINGTON PHILIPS ASSET MANAGEMENT GROUP WWW.WELLINGTONPHILIPSAMG.COM	SFSA - SUECIA
21/11/2007	THE SHERWOOD CORPORATION WWW.SHERWOOD-CORP.COM	FSAN - NORUEGA
21/11/2007	BRADSTONE HEALY & PRATT WWW.BHPMERGERS.COM	SFC - HONG KONG
28/11/2007	SUPREME TEXTILES INDUSTRIES	FSC - ISLA DE MAN
28/11/2007	VARIOS ISLA DE MAN	FSC - ISLA DE MAN
28/11/2007	TRI CAPITAL MANAGEMENT WWW.TRICAPITALMGMT.COM	SFSA - SUECIA
28/11/2007	WESLEY WEALTH MANAGEMENT WWW.WESLEYWEALTH.COM	SFSA - SUECIA
28/11/2007	MERIT CAPITAL MANAGEMENT INC WWW.MERITCAPITALMANAGEMENT.COM WWW.MERITCAPITAL.NET	SFSA - SUECIA
28/11/2007	BEACON GLOBAL MANAGEMENT INC WWW.BEACONGLOBAL.US	SFSA - SUECIA
28/11/2007	AIM LAW ASSOCIATES WWW.AIM4LAW.COM	SFSA - SUECIA
28/11/2007	OVETII WWW.OVETII.COM	FSAN - NORUEGA
28/11/2007	PHBC	AMF - FRANCIA
12/12/2007	Scorpion Performance Inc.	AMF - FRANCIA
12/12/2007	OLSEN ACQUISITIONS WWW.OLSENACQUISITIONS.COM	FSAN - NORUEGA
12/12/2007	Allied International Investment Limited	SFC - HONG KONG
12/12/2007	XCELL SOLAR INC RENE BERGMAN	SFC - HONG KONG
12/12/2007	CRESTWELL RESOURCES LTD ROBERT LANG WWW.CRESTWELLRESOURCES.COM	SFC - HONG KONG
12/12/2007	E-MONEY BALANCE TRUSTWORTHY GROUP INC. HTTP://EMB.IMBARK.ORG	SFC - HONG KONG
12/12/2007	MASTERFIELD INVESTMENT GROUP WWW.MASTERFIELDINVESTMENTGROUP.COM	SFC - HONG KONG
12/12/2007	ELLIOTT & PARTNERS ADVISORY (HK) LIMITED WWW.ELLIOTT-PARTNERS.COM	SFC - HONG KONG
12/12/2007	BURLINGTON LTD WWW.BURLINGTONLTD.COM	SFSA - SUECIA
12/12/2007	SOVEREIGN GLOBAL TRADING WWW.SOVTRADING.COM	SFSA - SUECIA

Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)

IV.4

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
12/12/2007	ACKERMAN & GOLDHART WWW.ACKERMAN-GOLDHART.COM	SFSA - SUECIA
12/12/2007	WALDON MCLEAN ASSOCIATES WWW.WALDONMCLEAN.COM	SFSA - SUECIA
12/12/2007	MCMILLAN CONSULTING WWW.MCMILLANCONSULT.COM	SFSA - SUECIA

Fuente: CNMV.

A. Legislación española

Principales medidas legislativas de ámbito nacional aprobadas en 2007.

A.1 Normas sobre los mercados de valores

Modificaciones de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores

- **Ley 6/2007, de 12 de abril**, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores. BOE 13/04/2007.

Esta Ley tiene por objeto modificar la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para incorporar parcialmente a nuestro ordenamiento la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición (Directiva de opas) y la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE (Directiva de Transparencia).

Esta norma establece las líneas básicas de la nueva regulación, dado que la transposición de estas Directivas se ha completado por medio del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de ofertas públicas de adquisición de valores y el Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea.

Las modificaciones introducidas en la Ley del Mercado de Valores por esta norma son las siguientes:

- Modificación del artículo 34 de la Ley del Mercado de Valores. Se introducen mejoras en el régimen aplicable a la exclusión de negociación de valores. De este modo, las sociedades cotizadas que pretendan dejar de cotizar en el mercado, deberán promover, como regla general, y salvo excepciones tasadas, una opa dirigida a todos los valores afectados por la exclusión.
- Modificación del artículo 35 de la Ley del Mercado de Valores. Se incorpora el régimen europeo correspondiente a la información periódica que las enti-

dades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios organizados deben elaborar y difundir (informes anual, semestral y trimestral).

- iii. Incorporación de un nuevo artículo 35.bis dedicado a otras obligaciones de información de los emisores, como son la obligación de hacer público y difundir cualquier cambio en los derechos inherentes a los valores, facilitar el ejercicio de los derechos sociales de los accionistas y tenedores de deuda y comunicar, en su caso, a la CNMV el proyecto de modificación de sus estatutos.
- iv. Incorporación de un nuevo artículo 35.ter relativo a la responsabilidad de los emisores por la elaboración y publicación de determinada información regulada.
- v. Modificación del artículo 53 para incorporar el régimen de comunicación al emisor y a la CNMV de la adquisición o pérdida de participaciones significativas de acciones con derecho de voto en el capital social del emisor, o de instrumentos financieros que den derecho a adquirir tales valores.
- vi. Incorporación de un nuevo artículo 53.bis que completa este régimen estableciendo la obligación del emisor de comunicar a la CNMV, publicar y difundir las operaciones que realice con sus propias acciones.
- vii. Incorporación de un nuevo artículo 53.ter, que introduce la posibilidad de que la CNMV, cuando sea autoridad de acogida, adopte medidas preventivas en relación con emisores y demás personas obligadas sujetas a la supervisión de organismos de otros Estados miembros.
- viii. Se amplía el articulado del Capítulo V del Título IV de la Ley del Mercado de Valores para recoger los supuestos que dan lugar a la obligación de formular una opa por el cien por cien del capital de una sociedad; normas relativas a la competencia de la CNMV cuando la sociedad no tiene su domicilio en España; las obligaciones del órgano de administración de la sociedad objeto de opa; la posibilidad de introducir medidas de blindaje; las medidas de neutralización opcionales y la figura de la compraventa forzosa. En términos generales, se pasa de un régimen de opa previa parcial a otro, más acorde con el existente en otros Estados miembros de la Unión Europea, de opa total “a posteriori”.
- ix. Modificación del régimen de la publicación y difusión de la información relevante contenida en el artículo 82 de la Ley del Mercado de Valores, e incorporación de un nuevo apartado 1.bis en el artículo 85 en el que se establece la potestad de la CNMV de exigir a los auditores del emisor cuanta información precise para desarrollar su labor supervisora y de exigir a los emisores la publicación de información adicional o correcciones de la información periódica. También se ordena el artículo dedicado a los registros públicos de la CNMV, atribuyéndose al registro de información regulada la consideración de mecanismo central de almacenamiento de dicha información.
- x. En cuanto al régimen sancionador, se incorporan tipos infractores, muy graves y graves, para la sanción de los supuestos de incumplimiento de las obligaciones que introduce esta Ley.

xi. Finalmente, se incorpora un nuevo artículo 116.bis en la Ley para incluir nueva información que las sociedades cotizadas tendrán que publicar en el informe de gestión (relativa, entre otras materias, a la estructura del capital y de voto y acuerdos que produzcan efectos como consecuencia de la formulación de una opa sobre la sociedad).

— **Ley 47/2007, de 19 de diciembre**, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

La Ley 47/2007 tiene por objeto la modificación de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para cumplir con la obligación de transponer en nuestro ordenamiento las siguientes Directivas: la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros; la Directiva 2006/73/CE de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva; y la Directiva 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito.

La Directiva 2004/39/CE, también conocida como MiFID, recoge una regulación más acorde con el funcionamiento actual de los mercados de valores con el objetivo de impulsar el desarrollo de un mercado financiero único. Para ello, establece el marco general de un régimen regulador más preciso y pormenorizado para los mercados financieros en la Unión Europea que el recogido en la anterior Directiva de Servicios de Inversión, regulando con detalle, en particular, las condiciones de autorización y funcionamiento relativas a la prestación de servicios de inversión y servicios auxiliares; los requisitos de organización exigibles a quienes presten esos servicios de inversión, así como los exigibles a los mercados regulados; los requisitos de información sobre las operaciones en instrumentos financieros efectuadas en el ámbito de la Unión Europea; y los requisitos de transparencia de las operaciones con acciones que se negocian en mercados regulados.

Esta Directiva, siguiendo el esquema normativo marcado por Lamfalussy, ha sido desarrollada por dos normas comunitarias de la Comisión Europea: el Reglamento 1287/2006 de la Comisión, de 10 de agosto, por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado, la admisión a negociación de instrumentos financieros, y términos definidos a efectos de dicha Directiva; y la Directiva 2006/73/CE de la Comisión, de 10 de agosto, por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva, la cuál ha sido transpuesta en esta Ley tan solo parcialmente.

Por otro lado, la Directiva 2006/49/CE, traslada a las empresas de servicios de inversión la aproximación que seguirá el supervisor a la hora de determinar la relación más apropiada para cada entidad entre los recursos propios con los que debe contar y los riesgos que asume, siguiendo el modelo marcado por el Acuerdo de Basilea II de 2004. Con este nuevo enfoque, la norma comunitaria pre-

tende estimular el desarrollo de una nueva manera de gestionar el riesgo por parte de las empresas de servicios de inversión. Además, exige a estas empresas una mayor transparencia al obligarlas a divulgar ante el mercado información relevante sobre los aspectos clave de su perfil de negocio, exposición al riesgo y formas de gestión del mismo. La incorporación de este nuevo régimen de solvencia en la Ley del Mercado de Valores supone un cambio muy importante para las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito que prestan servicios de inversión.

Con esta reforma, se pretende fundamentalmente profundizar en la modernización de los mercados de valores para adaptarlos a las necesidades actuales, pero sin por ello reducir la protección a los inversores. Antes al contrario, la nueva normativa introduce preceptos que refuerzan este objetivo. Así, se obliga a las empresas de servicios de inversión a clasificar a sus clientes distinguiendo entre minoristas y profesionales, para de esta manera proporcionarles un grado de protección distinto en función de sus conocimientos, experiencia, e, incluso en algunos casos, capacidad para asumir los riesgos que la inversión implica. También somete a las entidades que presten servicios de inversión a un detallado catálogo de normas de conducta.

Por otro lado, la Ley refuerza los requisitos organizativos y de solvencia exigibles a las empresas que realizan servicios de inversión, amplía las potestades supervisoras de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y potencia los mecanismos de cooperación, nacional e internacional, entre supervisores.

A continuación, se resaltan las principales novedades introducidas en cada uno de los Títulos:

- **Título I:** adecúa el ámbito objetivo y material de aplicación de la Ley a las novedades introducidas en el texto; amplía el catálogo de valores negociables e instrumentos financieros; y mejora el concepto de grupo, remitiendo al artículo 42 del Código de Comercio.
- **Título IV:** es objeto de una importante modificación como consecuencia de la Directiva 2004/39/CE, que ha armonizado el régimen jurídico aplicable a los mercados organizados en cuanto a sus condiciones de autorización y funcionamiento, el régimen de participaciones significativas, los requisitos de organización interna, las condiciones para ser miembro de estos mercados, etc.

Es importante resaltar que nuestra normativa mantiene el término de “mercados secundarios oficiales de valores” al considerarlo el legislador perfectamente arraigado en nuestro ordenamiento jurídico a pesar de que la Directiva hace referencia a mercados regulados.

La principal novedad que introduce esta Ley en nuestros mercados es que rompe con el principio de exclusividad de la negociación de acciones en las Bolsas de Valores, cumpliendo con el principio general, introducido por MiFID, de que corresponde a cada mercado regulado decidir qué instrumentos financieros se pueden negociar en su ámbito, siempre que se cumplan los requisitos legales.

Por otro lado, a partir de la entrada en vigor de esta Ley, se encomienda al Ministro de Economía y Hacienda, y no al Consejo de Ministros como se hacía antes,

la autorización para la creación de los mercados secundarios oficiales, ya que se estima que tal autorización tiene naturaleza fundamentalmente técnica y se aprecia la necesidad de dotar de mayor celeridad al procedimiento.

El régimen jurídico recogido en la Ley del Mercado de Valores para los mercados secundarios oficiales debe completarse con un reglamento que éstos dicten, que deberá ser autorizado por el Ministro de Economía y Hacienda.

Con relación a la suspensión y exclusión de la negociación de instrumentos financieros, la Comisión Nacional del Mercado de Valores mantiene la competencia, pero también la sociedad rectora del mercado secundario oficial podrá acordar la suspensión y exclusión de un instrumento financiero si incumple las normas de negociación establecidas en el reglamento del mercado.

Otra de las novedades introducidas en este Título en aras de asegurar una mayor protección al inversor que accede con mayor asiduidad a los mercados, es la regulación de un régimen de transparencia anterior y posterior a la conclusión de las operaciones de las acciones negociadas en los mercados secundarios oficiales. Este régimen de transparencia anterior y posterior se completa con el exigido en el Título XI para la negociación que sobre estas acciones se efectúe en sistemas multilaterales de negociación, o solamente posterior en el caso de internalizadores sistemáticos.

En cuanto a la compensación y liquidación de las operaciones, el Título IV concede, como consecuencia de la transposición de la MiFID, libertad a los mercados regulados, y también de los sistemas multilaterales de negociación, para poder elegir un sistema de compensación y liquidación de otro Estado miembro de la Unión Europea. Como lógica consecuencia, la Ley del Mercado de Valores, por un lado, amplía el objeto social de la Sociedad de Sistemas para permitirle realizar la compensación y liquidación de las operaciones negociadas en mercados regulados y sistemas multilaterales de negociación de otros Estados miembros de la Unión Europea, y por otro lado, permite a los mercados secundarios oficiales, y a los sistemas multilaterales de negociación españoles, celebrar acuerdos con entidades de otros Estados miembros de la Unión Europea para encomendarles la compensación y liquidación de las operaciones negociadas en esos mercados o sistemas. Estos acuerdos requieren para su validez ser aprobados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, quien podrá oponerse a los mismos cuando puedan menoscabar el funcionamiento ordenado del mercado o sistema español. Asimismo, se consagra la libertad de los miembros de los mercados secundarios oficiales y de los sistemas multilaterales de negociación para designar el sistema de liquidación de las operaciones que realicen en ese mercado o sistema con arreglo a una serie de condiciones, y con independencia del sistema de liquidación propio del mercado secundario oficial o del sistema multilateral de negociación.

Por último, con relación a este Título, cabe destacar que se añade un nuevo Capítulo, el IV bis, que bajo el nombre “De la Comunicación de Operaciones” regula la obligación de las empresas de servicios de inversión y de las entidades de crédito de comunicar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores todas las operaciones que hayan efectuado sobre instrumentos financieros, con independencia del mercado, sistema o mecanismo a través del que se hayan ejecutado, con el objeto de facilitar las labores de supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

- **Título V:** recoge con detalle el nuevo régimen de autorización, funcionamiento y organización interna exigible a las empresas de servicios de inversión derivado de la transposición de la Directiva 2004/39/CE.

En cuanto al ámbito de aplicación subjetivo, quedan sujetas a las previsiones de la Ley del Mercado de Valores, como ya venía ocurriendo, las entidades de crédito si prestan servicios de inversión y también las sociedades gestoras de inversión colectiva que, conforme a lo dispuesto en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, puedan prestar determinados servicios de inversión. Adicionalmente, la Ley crea un nuevo tipo de empresa de servicios de inversión, como consecuencia de la consideración por parte de la MiFID del asesoramiento financiero como actividad reservada. Así, las empresas de asesoramiento financiero, que pueden ser tanto personas físicas como jurídicas, necesitan de autorización y sujetarse al funcionamiento establecido en la Ley para poder prestar este servicio.

Cabe también destacar la ampliación del catálogo de servicios de inversión, incluyendo no sólo el asesoramiento en materia de inversión, como ya hemos señalado, sino también la gestión de los sistemas multilaterales de negociación que se regulan en el Título XI, exigiendo, al igual que en el caso de las empresas de asesoramiento financiero, que esta actividad sólo pueda ser ejercida por entidades debidamente autorizadas. Asimismo, quedan reservadas a las empresas de servicios de inversión y a sus agentes las actividades de comercialización de servicios de inversión y de instrumentos financieros y la captación de clientes, al tratarse de actividades íntimamente relacionadas con la prestación de los servicios de inversión.

- **Título VII:** su Capítulo I establece un importante catálogo de normas de conducta que obliga a todas las empresas que presten servicios de inversión. Además, impone a estas entidades clasificar a los inversores en minoristas, profesionales y contrapartes elegibles con la intención de ofrecer distinto grado de protección en función de su perfil, con medidas como la provisión de información suficiente o la realización de los tests de idoneidad o de conveniencia.
- **Título VIII:** recoge las nuevas competencias de la Comisión Nacional del Mercado de Valores en materia de supervisión e inspección y las funciones de cooperación e intercambio de información con las autoridades supervisoras de otros Estados miembros e, incluso, con las autoridades competentes de terceros Estados derivadas de la transposición de la Directiva 2004/39/CE. Regula también el nuevo régimen de supervisión de la solvencia de las empresas de servicios de inversión derivado de la transposición de la Directiva 2006/49/CE. Asimismo, adapta el régimen sancionador a las modificaciones introducidas a lo largo de todo el texto normativo y actualiza las sanciones establecidas.
- **Título XI:** éste es un Título nuevo añadido por la Ley en el que se regulan los sistemas multilaterales de negociación y los internalizadores sistemáticos.

La intención es que las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito que provean este tipo de servicios puedan competir con las Bolsas de Valores y demás mercados secundarios oficiales en la negociación de instrumentos

financieros, y de esta manera ampliar el elenco de centros de ejecución de órdenes entre los que pueda escoger un inversor con el claro objetivo –impuesto en la Directiva– de abaratar los costes para los clientes finales y facilitar la consecución del mercado único de los servicios financieros.

Los sistemas multilaterales de negociación tienen su antecedente en nuestro país en los mercados o sistemas organizados de negociación de valores y otros instrumentos financieros (SON), ya regulados con anterioridad a esta Reforma. La presente modificación reconoce esta realidad en el ámbito europeo y establece requisitos organizativos y de transparencia previa y posterior a la negociación de acciones de forma similar a la de los mercados secundarios oficiales.

Con la internalización sistemática se admite una tercera forma alternativa de negociar instrumentos financieros, al permitir a las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito ejecutar por cuenta propia, internamente y de forma organizada y sistemática las órdenes de clientes sobre instrumentos financieros admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales. Los requisitos de transparencia son sólo exigibles respecto de operaciones ya efectuadas.

- **Disposiciones transitorias:** se concede un plazo de seis meses desde la entrada en vigor de la norma para que las empresas de servicios de inversión puedan adaptar sus estatutos, programas de actividades y reglamento internos de conducta. Igualmente, se otorga este mismo plazo para que los actuales sistemas o mercados organizados de negociación no oficiales puedan transformarse en sistemas multilaterales de negociación. En caso contrario, deberán cesar en el desarrollo de sus funciones.
- **Disposición Final 4.^a:** encomienda al Gobierno la refundición de la Ley del Mercado de Valores en el plazo de un año desde la entrada en vigor de la Ley con la intención de integrar en un texto único y coherente esta importante Reforma y las anteriores.

En conclusión, el escenario de incremento de competitividad, transparencia y mejora en los derechos de los inversores que anticipa esta Ley va a suponer una relevante transformación del mercado de servicios financieros. La transposición pendiente de las Directivas mencionadas de primer nivel (Directiva 2004/39/CE y Directiva 2006/49/CE) y de segundo nivel (Directiva 2006/73/CE) se ha completado mediante el **Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, publicado en el BOE el 16 de febrero de 2008 y el Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras, publicado en el BOE el mismo día.**

Transparencia

- **Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre,** por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén

admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea. BOE 20/10/2007.

El objetivo principal de este Real Decreto es desarrollar las previsiones incluidas en la Ley del Mercado de Valores en relación con los deberes de información pública a que están sometidos las entidades con valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea.

Los elementos esenciales de la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE, fueron incorporados al Derecho español mediante la aprobación de la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores. Por tanto, este Real Decreto incorpora al Derecho español aquella parte de la Directiva 2004/109/CE que no ha sido recogida en la Ley 6/2007, y además, la Directiva 2007/14/CE de la Comisión, de 8 de marzo de 2007, por la que se establecen disposiciones de aplicación de determinadas prescripciones de la Directiva 2004/109/CE.

El Real Decreto regula detalladamente los requisitos relativos al contenido, publicación y difusión de la información regulada sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea cuando España sea Estado miembro de origen, que se compone, de una parte, de la información pública que los emisores deben publicar y difundir al mercado con carácter periódico (informes anuales, semestrales y declaraciones intermedias de gestión o informes trimestrales), y de otra parte, de la información que sobre los emisores debe estar puesta a disposición del público y ser difundida de manera continuada (información relevante según el régimen de abuso de mercado, identidad de los accionistas significativos y su participación, operaciones de autocartera).

- **Circular 2/2007, de 19 de diciembre**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se aprueban los modelos de notificación de participaciones significativas, de los consejeros y directivos, de operaciones del emisor sobre acciones propias, y otros modelos. BOE 10/01/2008.

La Circular tiene por objeto establecer los modelos de notificación que han de utilizarse para la remisión a la Comisión Nacional del Mercado de Valores de este tipo de información. Estos modelos se han elaborado teniendo en cuenta las especificidades de las obligaciones establecidas en los artículos 39, 43 y 47.4 del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea, y en el artículo 9 del Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, sobre abuso de mercado, y los distintos sujetos obligados a notificar, esto es, accionistas significativos no consejeros, consejeros, directivos y los propios emisores para el caso de la notificación de operaciones realizadas con acciones propias.

- **Circular 4/2007, de 27 de diciembre**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica el modelo de informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas. BOE 14/01/2008.

Con fecha 22 de mayo de 2006, el Consejo de la CNMV aprobó el Código Unificado de Buen Gobierno que las sociedades cotizadas debían tomar como referencia al presentar el informe anual de gobierno corporativo (IAGC, en adelante) a partir del ejercicio del año 2007 y siguientes. La presente Circular tiene por objeto sustituir el modelo de informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas, recogido en el anexo I de la Circular 1/2004, de 17 de marzo, de la CNMV, por el regulado en su anexo I, debiendo cumplimentarse de conformidad con las instrucciones que figuran en el mismo.

Puesto que uno de los principios básicos del Código Unificado es el de la voluntariedad del cumplimiento de las recomendaciones, y las sociedades cotizadas son libres para seguir o no dichas recomendaciones, la cumplimentación de algunos de los nuevos apartados que se incluyen en el modelo de IAGC no tiene carácter imperativo, y únicamente se tendrán que rellenar obligatoriamente en aquellos casos en los que la sociedad indique que se cumple la recomendación asociada. Pero si la sociedad no sigue, o sigue parcialmente las recomendaciones del Código Unificado, deberá incluir las explicaciones oportunas.

El Código Unificado establece que las sociedades cotizadas son libres para seguir o no las recomendaciones de buen gobierno, pero al informar sobre si las cumplen o no deberán respetar el significado que el Código atribuye a los conceptos que emplea para formularlas.

Ofertas Públicas de Adquisición

- **Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio**, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. BOE 28/07/2007.

La Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores da una nueva redacción al artículo 34 y al Capítulo V del Título IV de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. El objetivo de la citada Ley ha sido doble: por un lado, introducir las necesarias modificaciones exigidas por la transposición de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición; y por otro, modificar aquellos aspectos de la regulación para garantizar que las ofertas públicas de adquisición se lleven a cabo en un marco legal completo y con total seguridad jurídica.

Este Real Decreto sobre ofertas públicas de adquisición viene a completar las modificaciones introducidas por la Ley 6/2007 con el fin de profundizar en los dos objetivos antes mencionados.

El Real Decreto contiene una regulación exhaustiva de todas las fases de la formulación de una oferta pública de adquisición de acciones de una sociedad cotizada.

Se aplica a todas las ofertas públicas de adquisición, ya sean voluntarias u obligatorias, que se formulen sobre una sociedad cotizada. Siguiendo lo dispuesto en la

Ley, se recogen los casos de aplicación transfronteriza del Real Decreto, determinándose qué aspectos de la oferta se registrarán por lo dispuesto en él y qué cuestiones lo harán por el Derecho del país donde la sociedad tenga su domicilio social.

El Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, introduce novedades significativas en el régimen de ofertas públicas de adquisición. La principal consiste en la regulación de la denominada oferta obligatoria a posteriori, mediante la que se establece la obligación de lanzar una oferta sobre la totalidad del capital social durante el mes siguiente a haber alcanzado un paquete de control del 30 por 100 del capital social de la entidad afectada.

Se establecen en el nuevo régimen supuestos de dispensa de la obligación de formular una oferta, que deberá ser acordada por la CNMV, cuando alcanzándose el umbral del 30 por 100, otra persona o entidad, individualmente o de forma conjunta tuviera un porcentaje de voto igual o superior al del obligado.

Además de la regulación de la oferta obligatoria a posteriori, debe destacarse como novedad la definición del concepto de precio equitativo exigido en las ofertas obligatorias –sin perjuicio de las correcciones previstas en el artículo 9 del Real Decreto– que se ha definido como el más elevado que el oferente o personas que actúen concertadamente con él hubieran pagado o acordado pagar por los mismos valores durante los doce meses previos al anuncio de la oferta. Este precio debe distinguirse del definido como precio de exclusión en el artículo 10 del Real Decreto, que necesariamente deberá consistir en dinero.

Sin perjuicio de otras mejoras acometidas por el nuevo Real Decreto, pero de inferior consideración, debe destacarse también el establecimiento de los supuestos de compra y venta forzosa conocidos en el ámbito europeo con los nombres de *squeeze out* y *sell out*. Estas reglas suponen la obligación, tanto para el comprador, como para el vendedor, de forzar a la otra parte a traspasar la propiedad de las acciones en el supuesto de que habiéndose formulado una oferta pública de adquisición con anterioridad y a un precio equitativo, se den dos circunstancias: a) que el oferente sea titular de valores que representen al menos el 90 por 100 del capital con derecho de voto de la sociedad afectada y b) que la oferta pública previa hubiera sido aceptada por titulares de valores que representen al menos el 90 por 100 de los derechos de voto a los que se hubiera dirigido. Asimismo, se ha regulado el procedimiento que da cobertura al ejercicio del derecho a exigir la compra o la venta forzosa.

También cabe destacar la introducción de las medidas de neutralización o reglas de *break through*. Lo que significa que la Junta General tiene la facultad de decidir sobre la eficacia de los blindajes estatutarios o de dejar sin efecto cualquier acuerdo que suponga restricciones a la transmisibilidad de las acciones de la sociedad afectada. Además, se regula la regla de *break up fee* que permite al Consejo de Administración de la sociedad afectada pactar con el primer oferente una comisión en concepto de gastos por la preparación de la oferta en caso de que, por presentarse otras ofertas competidoras, la oferta inicial no prospere.

Por último, deben destacarse novedades importantes en el procedimiento de las ofertas públicas competidoras, como por ejemplo, entre otras, la posibilidad de presentar competidoras hasta el quinto día hábil anterior a la finalización del plazo de aceptación de la oferta precedente, lo que supone flexibilizar el proceso de subasta entre las diferentes ofertas competidoras.

- **Real Decreto 364/2007, de 16 de marzo**, por el que se modifica el Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del Mercado Hipotecario, el Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre, de desarrollo de la Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras, el Real Decreto 867/2001, de 20 de julio, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión, y el Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado. BOE 17/03/2007.

Este Real Decreto modifica cuatro reales decretos de contenido financiero. Uno de ellos es el Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, en materia de abuso de mercado. Con relación a esta materia, amplía el ámbito de las personas vinculadas a los administradores y directivos de un emisor que están obligadas a comunicar las transacciones que realicen con valores de dicho emisor. Con ello se persigue una incorporación más fiel del régimen comunitario de abuso de mercado al Derecho español.

- **Circular 3/2007, de 19 de diciembre**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre los Contratos de Liquidez a los efectos de su aceptación como práctica de mercado. BOE 12/01/2008.

Los Contratos de Liquidez, a los que se refiere esta disposición, tienen por objeto la provisión de liquidez por parte de un intermediario que, actuando por encargo del emisor, realiza operaciones de compra y venta en el mercado secundario oficial sobre las acciones de dicho emisor. Teniendo en cuenta que esta actividad podría suponer una manipulación de mercado en el sentido de lo establecido en la Ley del Mercado de Valores y de la Directiva 2003/6/CE, esta Circular tiene por objeto determinar los límites y las condiciones en que las operaciones realizadas en virtud de estos contratos pueden considerarse como una práctica aceptada a los efectos de lo previsto en el artículo 83.ter.1.a) de la Ley 24/1988.

Mercados secundarios oficiales de valores

- **Real Decreto 361/2007, de 16 de marzo**, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de la participación en el capital de las sociedades que gestionan mercados secundarios de valores y sociedades que administren sistemas de registro, compensación y liquidación de valores. BOE 17/03/2007.

Este Real Decreto contiene normas especiales para aquellos que posean una participación significativa o de control en las sociedades que administren mercados secundarios y sistemas de registro, compensación y liquidación de valores. Según la disposición adicional decimoséptima de la Ley del Mercado de Valores, el Gobierno debe autorizar la adquisición o la enajenación de una participación de control en dichas sociedades. Este Real Decreto concreta la información que se deberá facilitar en el curso de la autorización con la intención de aportar información suficiente al Gobierno para que pueda fundamentar su decisión sobre la cualificación de la persona o entidad que pretende adquirir la participación de control. Así, requiere entre otras, la información relativa a otras participaciones del adquirente en sociedades análogas, sus actividades en los mercados financie-

ros y la estrategia para el mercado en cuestión. Se exige, además, un informe de la entidad o entidades que posean hasta ese momento la participación de control.

Asimismo, el Real Decreto establece ciertas reglas para las entidades titulares de participaciones de control en estas sociedades. La Junta General de este tipo de sociedades podrá aprobar limitaciones o especialidades en el ejercicio de los derechos de titulares con participación de control, siempre que se respeten las condiciones que exige la norma. Además, cuando les sean aplicables, deberán cumplir las reglas contenidas en la Ley del Mercado de Valores sobre ofertas públicas de adquisición y comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas, sin perjuicio de las obligaciones contenidas en el Real Decreto.

- **Real Decreto 363/2007, de 16 de marzo**, por el que se modifica el Real Decreto 726/1989, de 23 de junio, sobre Sociedades Rectoras y miembros de las Bolsas de Valores, Sociedad de Bolsas y Fianza Colectiva, el Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre, por el que se regulan los mercados oficiales de futuros y opciones y el Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones y compensación y liquidación de operaciones bursátiles. BOE 17/03/2007.

Este Real Decreto modifica los reales decretos que contienen el régimen jurídico de las Sociedades Rectoras de los mercados secundarios oficiales (Bolsas y mercados de futuros y opciones) y de la Sociedad de Bolsas y de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores (Iberclear). Los cambios incorporados eliminan las referencias obsoletas y aclaran algunos aspectos del contenido de las mencionadas normas. De este modo, se clarifica que las causas para oponerse al nombramiento de los miembros del Consejo de Administración de la Sociedad Rectora de una Bolsa de Valores, de la Sociedad de Bolsas o de las Sociedades Rectoras de los mercados de futuros y opciones será la no concurrencia de los requisitos de honorabilidad profesional y de conocimientos y experiencia que se exigen a los miembros del Consejo de Administración de una empresa de servicios de inversión en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Asimismo, se flexibiliza el régimen económico de las Sociedades Rectoras de Bolsas, de la Sociedad de Bolsas y de las Sociedades Rectoras de los mercados de futuros y opciones, puesto que no tendrán que someter su presupuesto anual a la aprobación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, ni el organismo regulador podrá imponer modificaciones en el mismo. El Real Decreto deja a salvo, sin embargo, la potestad de la Comisión Nacional del Mercado de Valores para aprobar las tarifas de estas entidades.

Finalmente, se introducen modificaciones en el régimen de los préstamos vinculados de la Sociedad de Sistemas, para evitar el efecto de inflación transitoria de valores que puede darse en ciertos supuestos de liquidación de operaciones de compraventa de valores.

Instituciones de inversión colectiva

- **Real Decreto 362/2007, de 16 de marzo**, por el que se modifica el Reglamento por el que se desarrolla la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, aprobado por Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre. BOE 17/03/2007.

Este Real Decreto modifica el Reglamento de la Ley 35/2003, de Instituciones de Inversión Colectiva (IIC, en adelante), fundamentalmente en lo que afecta a las IIC de inversión libre y a las IIC de inversión libre (es decir, el régimen de los *hedge funds* y de los fondos de *hedge funds*). El objetivo fundamental de esta reforma es flexibilizar el régimen de estas IIC, especialmente en lo referente al régimen de reembolsos para conseguir su pleno desarrollo en España. Una de las medidas adoptadas por el Real Decreto en este sentido, consiste en permitir a estas entidades establecer un límite máximo del importe a rembolsar con el consiguiente prorrateo de las solicitudes.

Asimismo, estas instituciones pueden establecer periodos mínimos de permanencia para sus accionistas o partícipes y un régimen de preavisos para las suscripciones y reembolsos más flexible que el régimen general. Por otro lado, podrán no otorgar reembolsos en todas las fechas de cálculo del valor liquidativo. El Real Decreto exige como contrapartida a semejante capacidad de maniobra, necesaria para el desenvolvimiento de esta clase de instituciones, una mayor exigencia de información en el folleto. Otra limitación que también impone esta norma, es que las IIC de Inversión Libre no puedan realizar actividades de comercialización dirigidas a clientes que no tengan la consideración de cualificados, impidiendo que dirijan su publicidad hacia los inversores minoristas, si bien, no prohíbe que estos inversores puedan adquirir acciones y participaciones de IIC de Inversión Libre.

- **Real Decreto 364/2007, de 16 de marzo**, por el que se modifica el Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del Mercado Hipotecario, el Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre, de desarrollo de la Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras, el Real Decreto 867/2001, de 20 de julio, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión, y el Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado. BOE 17/03/2007.

Este Real Decreto también modifica el Real Decreto 867/2001, de 20 de julio, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión con relación al régimen de solvencia de las sociedades gestoras de cartera, a fin de equiparar el régimen de solvencia de estas sociedades al resto de empresas de servicios de inversión.

- **Resolución de 13 de junio de 2007**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se califican de escasa relevancia determinadas modificaciones de reglamentos de gestión, proyectos constitutivos y estatutos sociales de las Instituciones de Inversión Colectiva. BOE 26/07/2007.

Tal como su enunciado indica, esta Resolución contiene qué modificaciones de los proyectos constitutivos, reglamentos y estatutos de los Fondos de Inversión Mobiliaria y las Sociedades de Inversión van a ser considerados como de escasa relevancia a efectos de lo dispuesto en el artículo 12.1 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva y en el artículo 14.1 de su Reglamento.

- **Circular 1/2007, de 11 de julio**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre requerimientos de información estadística a las Instituciones de

Inversión Colectiva de la Unión Europea, que modifica parcialmente la Circular 2/1998, de 27 de julio, sobre requerimientos de información estadística a las Instituciones de Inversión Colectiva de la Unión Monetaria Europea. BOE 26/07/2007.

Esta Circular exige información estadística a todos los compartimentos, fondos y sociedades de inversión monetarios o cuya política de inversión sea monetaria, así como a todos aquéllos incluidos en la lista de instituciones financieras monetarias (IFM) publicada por el Banco Central Europeo, con el fin de que sea utilizada por esta última institución para realizar un seguimiento de la política monetaria dentro de la Unión Europea y Monetaria, modificando, de esta manera, la primera Circular que regulaba esta materia. Asimismo, modifica algunos aspectos de los requerimientos técnicos que con relación al envío de esta información regulaba la Circular 1/2002, de la CNMV.

- **Circular 5/2007, de 27 de diciembre**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre hechos relevantes de las Instituciones de Inversión Colectiva. BOE 17/01/2008.

La presente Circular persigue un triple objetivo: recopilar los supuestos de hechos relevantes para las IIC que aparecen dispersos en la normativa, entre otros, en los artículos 24.2 y 26.4 de la Ley de IIC, artículo 14.2 del Reglamento y artículo 2.4 de la Orden Ministerial de 6 de julio de 1993; agilizar su difusión; y aclarar las obligaciones que a este respecto deben cumplir las IIC extranjeras.

Venta a distancia de servicios financieros

- **Ley 22/2007, de 11 de julio**, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores. BOE 12/07/2007.

El objetivo último de esta Ley es asegurar una mayor protección de los consumidores en caso de contratación a distancia, pero atendiendo siempre a las especiales características de los servicios financieros. Para ello, se establece un régimen riguroso en cuanto a la información que deben recibir los consumidores antes de la celebración del contrato.

En cuanto al ámbito subjetivo de aplicación de esta Ley, abarca a todos los contratos de servicios financieros prestados a distancia no sólo por las entidades de crédito o las empresas de servicios de inversión, sino también los celebrados por las entidades aseguradoras, las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, las entidades gestoras de fondos de pensiones, los mediadores de seguros, las sociedades gestoras de entidades de capital riesgo y cualesquiera otras que presten servicios financieros, así como las sucursales en España de entidades extranjeras de la misma naturaleza, que figuren inscritas en alguno de los registros administrativos de entidades a cargo del Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, o, en su caso, de las Comunidades Autónomas, cuando se trate de determinadas empresas aseguradoras.

Como principal novedad reconoce el derecho de desistimiento que permite al cliente rescindir el contrato firmado en un plazo de catorce días, como regla general, mediante la simple manifestación de su voluntad con tal de que quede

constancia de la notificación por cualquier medio admitido en Derecho. No obstante, este derecho no se aplica a los servicios financieros cuyo precio dependa de la fluctuación de los mercados.

Parte de su contenido ha quedado también recogido en el **Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias.**

Mercado hipotecario

- **Orden PRE/3/2007, de 10 de enero**, sobre los Convenios de Promoción de Fondos de Titulización de Activos para favorecer la financiación empresarial. BOE 12/01/2007.

Esta Orden modifica la Orden de 28 de mayo de 1999 sobre los Convenios de Promoción de Fondos de Titulización de Activos para favorecer la financiación empresarial, introduciendo ciertas novedades en el procedimiento y añadiendo nuevos requisitos para su constitución. En concreto, se modifica el plazo de presentación de las solicitudes de formalización de los convenios y se habilita al Director general de Política de la Pequeña y Mediana Empresa para que lo modifique cuando las condiciones de emisión en los mercados así lo aconsejen. Asimismo, se introduce la posibilidad de exigir una comisión por la concesión del aval y se exige que los Fondos de Titulización de Activos sean de carácter cerrado.

- **Real Decreto 364/2007, de 16 de marzo**, por el que se modifica el Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del Mercado Hipotecario, el Real Decreto 1343/1992, de 6 de noviembre, de desarrollo de la Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras, el Real Decreto 867/2001, de 20 de julio, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión, y el Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado. BOE 17/03/2007.

Este Real Decreto, en materia de mercado hipotecario, suprime el límite superior a la variación del tipo de interés que se venía exigiendo para las cédulas hipotecarias emitidas con tipo de interés variable, modificando, en este sentido el Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del Mercado Hipotecario.

- **Ley 41/2007, de 7 de diciembre**, por la que se modifica la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario y otras normas del sistema hipotecario y financiero, de regulación de las hipotecas inversas y el seguro de dependencia y por la que se establece determinada norma tributaria. BOE 08/12/2007.

Las líneas de acción en que puede estructurarse la Ley 41/2007 referida al mercado hipotecario son, fundamentalmente, la eliminación de los obstáculos a la oferta de nuevos productos, la modernización del régimen de protección

mediante la búsqueda de una transparencia más efectiva que permita a los prestatarios tomar sus decisiones en función del riesgo real de los productos y la mejora de los instrumentos de financiación.

La Ley mejora los instrumentos de financiación y movilización de los créditos hipotecarios, flexibilizando algunos aspectos de la Ley 2/1981. Entre otras medidas, perfecciona la delimitación de los créditos aptos para servir de respaldo a la emisión de las cédulas, bonos y participaciones hipotecarias.

Se modifican las reglas que limitan la proporcionalidad que debe existir entre el nominal de los créditos movilizados respecto del valor de tasación de los bienes que les sirven de garantía (*Loan to Value*), de manera que se abre la posibilidad de que estos límites puedan ser mayores o menores en función de que los créditos estén respaldados adicionalmente con otro tipo de garantías.

La tipología de los créditos que pueden servir de respaldo a las emisiones de las diferentes clases de títulos hipotecarios también se amplía hasta abarcar cualquier préstamo que cuente con garantía hipotecaria, sin limitación en cuanto a su finalidad e, incluso, a préstamos o créditos con garantías sobre inmuebles radicados en la Unión Europea. También se modifican los límites que pueden alcanzar las emisiones de bonos y cédulas frente al importe global de los créditos que les sirven de respaldo, e incluso el cómputo de tal importe, que pasa a poder ser incrementado con “activos de sustitución” (fundamentalmente valores). La norma también reduce o elimina algunos requisitos formales que dificultaban la emisión de estos instrumentos, como la inscripción en el Registro de la Propiedad de la afección de los créditos a la emisión de los bonos –que deja de ser obligatoria y se sustituye por la llevanza de un registro contable a cargo de la propia entidad emisora–, o la obligatoriedad de la constitución de sindicato de bonistas, que ahora será potestativa. Adicionalmente, la modificación que opera en la disposición adicional quinta de la Ley 3/1994, aclara y mejora la definición, caracterización jurídica y determinación del destino de los certificados de transmisión de hipoteca.

Esta Ley regula, a su vez, la hipoteca inversa con la intención de conseguir desarrollar un mercado que permita a los mayores contribuir a la satisfacción de las necesidades de renta durante sus últimos años de vida haciendo líquido el valor de la vivienda privada.

Con relación al seguro de dependencia, incorpora la regulación de los instrumentos privados para la cobertura de la dependencia, que podrá articularse, bien a través de un contrato de seguro suscrito con entidades aseguradoras, incluidas las mutualidades de previsión social, o bien a través de un plan de pensiones.

Asimismo, en la Disposición final tercera se modifica la Ley de hipoteca mobiliaria y prenda sin desplazamiento de posesión, de 16 de diciembre de 1954.

A.2 Otras normas españolas con incidencia en los mercados de valores

Contabilidad

- Ley 16/2007, de 4 de julio, de reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base en la normativa de la Unión Europea. BOE 05/07/2007.

Con el fin de armonizar la información financiera a nivel de la Unión Europea y fomentar datos financieros comparativos para potenciar un funcionamiento más eficiente del mercado de capitales, se publicó el 11 de septiembre de 2002 el Reglamento (CE) N^o1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de julio de 2002, relativo a la aplicación de las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC), actualmente denominadas “Normas Internacionales de Información Financiera” (NIIF, en adelante). La nueva normativa europea hizo necesaria una reforma mercantil en nuestro ordenamiento jurídico para adaptar la legislación en materia contable a estos principios. La Ley 16/2007 recoge los artículos del Código de Comercio, de la Ley de Sociedades Anónimas, de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada, de la Ley de Auditoría de Cuentas, y de ciertas normas fiscales, entre otras, que han sido necesarias modificar.

Esta Ley sujeta a todas las sociedades a partir del ejercicio que comienza el 1 de enero de 2008 a formular sus cuentas anuales conforme a las NIIF. Esta obligación es ya cumplida desde el ejercicio que comenzó el 1 de enero de 2005 por los grupos consolidados de entidades con acciones admitidas a negociación en algún mercado regulado de cualquier Estado miembro, en virtud de la disposición final undécima de la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social para la formulación de sus cuentas consolidadas. Esta disposición también sujetó a estos principios a aquellas sociedades con valores de renta fija admitidos a negociación en un mercado regulado de algún Estado miembro a partir del ejercicio que comenzó el 1 de enero de 2007.

En sintonía con la normativa europea, en esta Ley se han recogido las notas de seguridad y estabilidad necesarias para inspirar y servir de punto de referencia a las normas concretas de valoración y presentación de la información financiera. La Ley mantiene los fundamentos, principios y conceptos básicos con los que se elaboran las cuentas anuales y cede al ámbito reglamentario el desarrollo de aspectos de mayor contenido de técnica contable. Entre este desarrollo reglamentario cabe destacar el nuevo Plan General de Contabilidad publicado el 20 de noviembre de 2007 mediante el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre.

Valoración de bienes inmuebles y de determinados derechos

- **Orden EHA/3011/2007, de 4 de octubre**, por la que se modifica la Orden ECO/805/2003, de 27 de marzo, sobre normas de valoración de bienes inmuebles y de determinados derechos para ciertas finalidades financieras. BOE 17/10/2007.

Esta Orden tiene su interés para los mercados de valores en cuanto que dicta normas de valoración de bienes inmuebles y de determinados derechos que sirven de garantía hipotecaria para créditos o préstamos que formen o vayan a formar parte de la cartera de cobertura de títulos hipotecarios o que pasen a integrar el patrimonio de una institución de inversión colectiva inmobiliaria.

Protección del Consumidor

- **Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre**, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias. BOE 30/11/2007.

Este Real Decreto Legislativo cumple con la previsión recogida en la disposición final quinta de la Ley 44/2006, de 29 de diciembre, de mejora de la protección de los consumidores y usuarios, que habilita al Gobierno para que, en el plazo de 12 meses, proceda a refundir en un único texto la Ley 26/1984, de 19 de julio, General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y las normas de transposición de las Directivas comunitarias dictadas en materia de protección de los consumidores y usuarios que inciden en los aspectos regulados en ella, regularizando, aclarando y armonizando los textos legales que tengan que ser refundidos.

- **Ley 43/2007, de 13 de diciembre**, de protección de los consumidores en la contratación de bienes con oferta de restitución del precio. BOE 14/12/2007.

La Ley 43/2007 aborda la regulación de las relaciones jurídicas que con los consumidores mantienen empresarios y profesionales en el ejercicio de una actividad no regulada por la legislación financiera para la comercialización de bienes con restitución de precio posterior, estableciendo mecanismos de transparencia en la información, requisitos formales y garantías adicionales para la protección del consumidor.

Asimismo, la Ley regula las comunicaciones comerciales, prohibiéndose que induzcan a confusión al consumidor con las actividades de tipo financiero, en particular mediante la utilización de expresiones propias de este sector, tales como inversión, ahorro, rentabilidad, u otras equivalentes. Se exige que en todas las comunicaciones comerciales se informe expresamente que los bienes o servicios a través de los que se realice la actividad no tienen garantizado ningún valor de mercado.

Sociedad de la Información

- **Ley 11/2007, de 22 de junio**, de acceso electrónico de los ciudadanos a los Servicios Públicos. BOE 23/06/2007.

Esta Ley pretende resolver las consecuencias propias del reconocimiento general del derecho de acceso de los ciudadanos electrónicamente a las Administraciones Públicas. Así, establece previsiones que garantizan la utilización de los datos obtenidos de las comunicaciones electrónicas para el fin preciso para el que han sido remitidos a la Administración, cumpliendo con la privacidad de los datos; el derecho de acceso de los interesados a un expediente; la forma de utilizar y archivar las comunicaciones; el régimen de identificación, autenticación, contenido mínimo, protección jurídica, accesibilidad, disponibilidad y responsabilidad.

Asimismo, regula la validez de los documentos y sus copias, la forma en que el documento electrónico opere con plena validez en modo convencional, y en su caso, la forma en que los documentos convencionales se transformen en documentos electrónicos.

Otra cuestión que se aborda es la de las plataformas que pueden utilizar los ciudadanos o las propias Administraciones para establecer tales comunicaciones electrónicas.

- **Ley 56/2007, de 28 de diciembre**, de Medidas de Impulso de la Sociedad de la Información. BOE 29/12/2007.

La Ley 56/2007 recoge un conjunto de medidas adoptadas para el desarrollo de la Sociedad de Información y de convergencia con Europa y entre Comunidades Autónomas y Ciudades Autónomas, que se enmarcan dentro del Plan Avanza aprobado por el Gobierno en noviembre de 2005.

Esta norma introduce preceptos dirigidos a impulsar el empleo de la factura electrónica y del uso de medios electrónicos en todas las fases de los procesos de contratación, y a garantizar una interlocución electrónica entre los usuarios y consumidores con las empresas que presten determinados servicios de especial relevancia económica. También engloba modificaciones legislativas necesarias para promover el impulso de la sociedad de la información y de las comunicaciones electrónicas.

B. Legislación europea

Legislación aprobada por el Parlamento y Consejo Europeos

La legislación aprobada por el Parlamento y Consejo Europeo durante 2007 fue la siguiente:

- **Directiva 2007/14/CE de la Comisión, de 8 de marzo de 2007**, por la que se establecen disposiciones de aplicación de determinadas prescripciones de la Directiva 2004/109/CE sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado.

Esta Directiva desarrolla diversos aspectos de la Directiva 2004/109/CE (sobre transparencia de la información de emisores de valores admitidos a negociación), que se exponen resumidamente a continuación:

- Se define el concepto de operación con partes vinculadas para aquellos emisores que, al no preparar cuentas consolidadas, no están obligados a aplicar las normas internacionales de contabilidad ni las normas internacionales de información financiera.
- Se regula la exención del requisito de notificación de participaciones significativas en el caso de los creadores de mercado y de las acciones adquiridas exclusivamente a efectos de compensación y liquidación.
- En materia de comunicación de participaciones significativas, se establecen requisitos para eximir a la sociedad dominante de una empresa de inversión o de una sociedad de gestión de la obligación de agregar a sus participaciones aquellas gestionadas por la empresa de inversión o la sociedad de gestión, siempre que éstas actúen con independencia y se haya presentado a la autoridad competente una declaración previa sobre este asunto.
- La Directiva detalla que, a los efectos de la obligación de comunicar participaciones significativas, han de tomarse en consideración los instrumentos financieros que den al tenedor un derecho incondicional a adquirir las accio-

nes subyacentes, o la posibilidad de elegir entre adquirirlas o recibir su importe en efectivo al vencimiento.

- v. Se establece la obligación de que las autoridades competentes fijen un calendario de días de negociación para cada mercado regulado al objeto de computar los plazos establecidos para el cumplimiento de las distintas obligaciones que componen el régimen de transparencia.
- vi. Finalmente, se desarrollan las normas de la Directiva 2004/109/CE sobre emisores cuya sede social está en un tercer país, no perteneciente a la UE, que pueden quedar exentos de ciertas obligaciones a condición de que la legislación del tercer país fije requisitos equivalentes. En particular, se señala que la equivalencia tiene que limitarse al fondo de la información pertinente y no debe aceptarse ninguna excepción respecto a los plazos fijados en la Directiva 2004/109/CE.

Esta Directiva fue publicada en el Diario Oficial de la Unión Europea (D.O.U.E., en adelante) de 9 de marzo de 2007. El plazo establecido para su transposición concluyó el 8 de marzo de 2008 y ésta ha tenido lugar mediante el Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro regulado de la Unión Europea.

- **Directiva 2007/16/CE de la Comisión, de 19 de marzo de 2007**, que establece disposiciones de aplicación de la Directiva 85/611/CEE del Consejo por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios.

Desde la adopción de la Directiva 85/611/CEE ha aumentado considerablemente la variedad de instrumentos financieros que se negocian en los mercados financieros. Ello ha generado incertidumbre en cuanto a la inclusión de determinadas categorías de instrumentos financieros en las definiciones de activos aptos para la inversión de las instituciones de inversión colectiva. Esta Directiva ofrece a las autoridades competentes y a los participantes en el mercado mayor seguridad a este respecto.

Entre otros aspectos, se hace alusión a los fondos de capital fijo –a los que la Directiva 85/611/CEE no hacía referencia–; se tratan los criterios para considerar si los instrumentos financieros derivados deben considerarse activos líquidos; se regula la inversión de las IIC en derivados sobre índices financieros; se obliga a la identificación del elemento derivado incorporado a un valor mobiliario y, finalmente, se establecen los criterios con arreglo a los cuales se definen las IIC que reproducen índices de acciones o de obligaciones.

Esta Directiva fue publicada en el D.O.U.E de 20 de marzo de 2007. El plazo establecido para su transposición al derecho español concluyó el 23 de marzo de 2008. Ésta ha tenido lugar mediante el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, en cuanto a los artículos 3 y 4.1 de la Directiva. El resto ha sido transpuesta mediante la Orden EHA/888/2008, de 27 de marzo, sobre operaciones de las instituciones de inversión colectiva de carácter financiero con instrumentos financieros derivados y por la que se aclaran determinados conceptos del Reglamen-

to de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, aprobado por Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

- **Directiva 2007/36/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo de 11 de julio de 2007**, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas.

Esta Directiva tiene como objeto facilitar el ejercicio transfronterizo de los derechos de los accionistas. Se aplica a sociedades con acciones admitidas a negociación en mercados regulados. Se trata de una Directiva de mínimos en el sentido de que los Estados miembros, al trasponerla, pueden establecer requisitos más rigurosos. A tal fin se disponen una serie de medidas entre las que destacan:

- i. Garantizar que las juntas generales se convoquen con suficiente antelación y con la documentación disponible.
- ii. Suprimir todas las formas de bloqueo de acciones: en su lugar, establecer un sistema de registro para poder participar en la junta y votar.
- iii. Suprimir obstáculos legales para participar en la junta por medios electrónicos.
- iv. Facilitar el voto sin estar presente (representación, voto por correo, instrucciones de voto).

Esta Directiva fue publicada en D.O.U.E. del 14 de julio de 2007. La fecha límite para su incorporación al derecho español es el 3 de agosto de 2009.

- **Directiva 2007/44/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo de 5 de septiembre de 2007** por la que se modifica la Directiva 92/49/CEE del Consejo y las Directivas 2002/83/CE, 2004/39/CE, 2005/68/CE y 2006/48/CE en lo que atañe a las normas procedimentales y los criterios de evaluación aplicables en relación con la evaluación cautelar de las adquisiciones y de los incrementos de participaciones en el sector financiero.

La Directiva tiene por objeto regular el régimen de adquisición de participaciones significativas de distintos tipos de entidades financieras (seguros, entidades de crédito, empresas de servicios de inversión) con el fin de reducir el margen de discrecionalidad de los supervisores. A tal fin se establecen procedimientos y criterios de evaluación armonizados en toda la Unión Europea.

Esta Directiva fue publicada en el D.O.U.E. el 21 de septiembre de 2007. La fecha límite para su incorporación al derecho español es el 21 de marzo de 2009.

- **Directiva 2007/64/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo de 13 de noviembre de 2007**, sobre servicios de pago en el mercado interior, por la que se modifican las Directivas 97/7/CE, 2002/65/CE, 2005/60/CE y 2006/48/CE y por la que se deroga la Directiva 97/5/CE.

El objetivo de esta Directiva es establecer un marco regulador común para el mercado comunitario de pagos, con objeto de crear las condiciones idóneas para la integración de los sistemas nacionales de pago. La elaboración de esta Directiva ha ido acompañada de la iniciativa de creación de una zona única de pago

en euros (*single euro payment area*, sepa) presentada por el sector empresarial afectado. Se trata de una Directiva de máximos que establece una regulación común para todos los Estados miembros en sus aspectos principales.

La Directiva se centra en los pagos electrónicos (transferencias, tarjetas de crédito, domiciliaciones de pagos, etc.), como alternativa a los pagos en efectivo y aborda, principalmente, las siguientes cuestiones:

- i. La armonización de los requisitos para que los proveedores de estos servicios accedan al mercado.
- ii. Se crean las entidades de pago con estatuto específico de autorización y supervisión.
- iii. Se establece un régimen común sobre transparencia e información de los sistemas y sobre derechos y obligaciones de los usuarios y de los proveedores de servicios.

Esta Directiva fue publicada en el D.O.U.E. el 5 de diciembre de 2007. La fecha límite para su incorporación al derecho español es el 1 de noviembre de 2009.

Composición del Consejo de la CNMV

Presidente	D. Julio Segura Sánchez ¹
Vicepresidente	D. Carlos Arenillas Lorente
Consejeros	Dña. Soledad Núñez Ramos
	D. José María Viñals Iñiguez
	Dña. Soledad Abad Rico ²
	D. Fernando Restoy Lorente ³
	Dña. Rosa Rodríguez Moreno
Secretario	D. Javier Rodríguez Pellitero

Composición del Comité Ejecutivo de la CNMV⁴

Presidente	D. Julio Segura Sánchez
Vicepresidente	D. Carlos Arenillas Lorente
Consejeros	Dña. Soledad Abad Rico
	D. Fernando Restoy Lorente
	Dña. Rosa Rodríguez Moreno
Secretario	D. Javier Rodríguez Pellitero

1. Nombrado por Real Decreto 602/2007 de 4 de mayo. Sustituye en el cargo a Manuel Conthe Gutiérrez.
2. Nombrada por Orden EHA/701/2007, de 23 de marzo. Sustituye en el cargo a Dña. Soledad Plaza y Jabat.
3. Nombrado por Orden EHA/2175/2007, de 16 de julio. Sustituye en el cargo a D. Julio Segura Sánchez.
4. El Comité Ejecutivo está regulado, en cuanto a su creación, constitución y funciones, por el artículo 18 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, según redacción dada al mismo por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

Composición del Comité Consultivo de la CNMV⁵

Presidente	D. Carlos Arenillas Lorente
Secretario	D. Javier Rodríguez Pellitero
Secretario Técnico	D. Víctor Rodríguez Quejido

Vocales

Representantes de los miembros de los mercados secundarios oficiales

Titular	D. Sebastián Albella Amigo
Suplente	D. Ignacio Olivares Blanco

Titular	D. Jaime Aguilar Fernández-Hontoria
Suplente	D. Manuel Ardanza Fresno

Titular	D. José M ^a Antúnez Xaus
Suplente	D. Antonio Gallego González

Titular	D. Ignacio Solloa Mendoza
Suplente	D. Luis Vía Fernández

Titular	D. Francisco Oña Navarro
Suplente	D. Julio Alcántara Lera

Titular	Dña. Ana Ibáñez Díaz-Bustamante
Suplente	---

Representantes de los emisores

Titular	D. José M ^a Méndez Álvarez-Cedrón
Suplente	D. Juan Carlos Manzano-Monis López-Chicheri

Titular	D. José Luis Alonso Iglesias
Suplente	Dña. M ^a Teresa Saez Ponte

Titular	Dña. Ana Bartolomé Delicado
Suplente	Dña. Teresa Conesa Fábregues

Titular	D. Juan Luis Sabater Navarro
Suplente	D. Luis Cortés Domínguez

Composición del Comité Consultivo de la CNMV (continuación)

Anexos
Anexos sobre la
organización de la CNMV

Representantes de los inversores

Titular	D. Manuel Pardos Vicente
Suplente	Dña. Ana Isabel Ceballo Sierra
Titular	Dña. Pilar González de Frutos
Suplente	Dña. M ^a Aranzazu del Valle Schaan
Titular	D. Antonio M ^a Malpica Muñoz
Suplente	D. José Manuel Pomarón Bagües
Titular	D. Mariano Rabadán Forniés
Suplente	D. Ángel Martínez-Aldama Hervás

Representantes de las Comunidades Autónomas con mercado secundario oficial

País Vasco

Titular	D. Juan Miguel Bilbao Garai
Suplente	D. Miguel Bengoechea Romero

Cataluña

Titular	D. Ferrán Sicart Ortí
Suplente	D. Josep María Sánchez i Pascual

Comunidad Valenciana

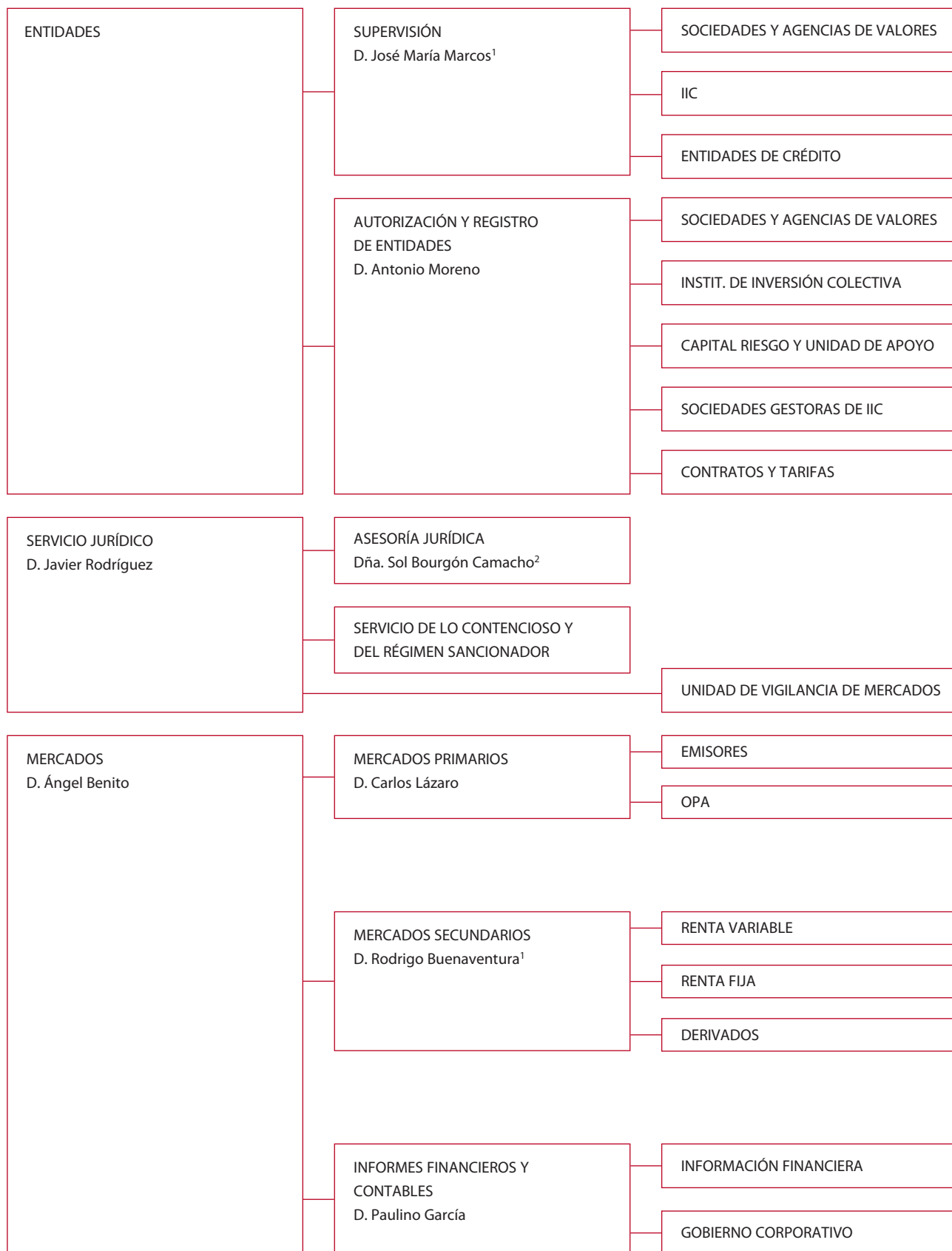
Titular	D. Enrique Pérez Boada
Suplente	D. Nicolás Jannone Bellot

Direcciones de la CNMV

Dirección General

Dirección

Subdirección



Direcciones de la CNMV (continuación)

Dirección General	Dirección	Subdirección
	GABINETE DE PRESIDENCIA Dña. Montserrat Martínez Perera ²	CNMV: aspectos organizativos, económicos e institucionales
	INVERSORES Dña. M ^a José Gómez Yubero ¹	CONSULTAS Y RECLAMACIONES
		EDUCACIÓN Y FORMACIÓN DEL INVERSOR
	SISTEMAS DE INFORMACIÓN D. Francisco Javier Nozal	DESARROLLO Y ANCV
		INFRAESTRUCTURA
	SECRETARÍA GENERAL D. Salvador Meca	GESTIÓN ECONÓMICA
		RÉGIMEN INTERNO
		RECURSOS HUMANOS
		REGISTROS OFICIALES Y DOCUMENTACIÓN
	RELACIONES INTERNACIONALES D. Antonio Mas ¹	
	ESTUDIOS Y ESTADÍSTICAS Dña. M. ^a Nieves García Santos	ESTUDIOS
		ESTADÍSTICAS
	ADJUNTA A PRESIDENCIA D. Rafael Sánchez	DELEGACIÓN EN BARCELONA
	ÓRGANO DE CONTROL INTERNO ³ Dña. Margarita García	

1. Desde el 1 de marzo de 2007.

2. Desde el 16 de mayo de 2007.

3. Según el artículo 41 del Reglamento de Régimen Interior de la CNMV, depende directamente del Comité Ejecutivo de la CNMV.

