



Informe Anual
sobre los mercados
de valores y su actuación
2008



**Informe Anual de la CNMV sobre
los mercados de valores y su actuación.
2008**

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

ISSN: 1989-5631

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
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
CEBS	Comité de Supervisores Bancarios Europeos
CEIOPS	Comité Europeo de Supervisores de Seguros y de Pensiones de Jubilación
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	Empresa de asesoramiento financiero
ECA	Entidades de crédito y ahorro
ECR	Entidad de capital-riesgo
ETF	Fondo de inversión cotizado / Exchange traded fund
ESI	Empresa de servicios de inversión
FI	Fondo de inversión de carácter financiero
FII	Fondo de inversión inmobiliaria
FIICIL	Fondo de instituciones de inversión colectiva de inversión libre
FIL	Fondo de inversión libre
FIM	Fondo 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
IICIL	Instituciones de inversión colectiva de inversión libre
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	Acuerdo de colaboración/ Memorandum of Understanding
NIC	Normas internacionales de contabilidad

NIIF	Normas internacionales de información financiera
NPGC	Nuevo Plan General de Contabilidad
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
OPS	Oferta pública de suscripción de valores
OPV	Oferta pública de venta de valores
OTC	Over the counter
PER	Price earnings ratio
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 de Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias
SGC	Sociedad gestora de cartera
SGIIC	Sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva
SGFT	Sociedad gestora de fondos de titulización
SIBE	Sistema de Interconexión Bursátil Español
SICAV	Sociedad de inversión de carácter financiero
SII	Sociedad de inversión inmobiliaria
SIL	Sociedad de Inversión Libre
SON	Sistema organizado de negociación
SV	Sociedad de valores
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 La economía internacional	22
1.1.2 Evolución de los mercados financieros internacionales	29
1.2 Marco económico y financiero español	37
1.3 Perspectivas del entorno económico y financiero	51
II Mercados y emisores	55
2 Mercados de renta variable	57
2.1 Tamaño del mercado	57
2.1.1 Capitalización bursátil	57
2.1.2 Sociedades cotizadas	60
2.2 Admisiones, emisiones y ofertas públicas de venta	61
2.3 Negociación	62
2.3.1 Negociación al contado	62
2.3.2 Crédito para operaciones bursátiles y préstamo de valores	65
2.4 Ofertas públicas de adquisición de valores	66
2.5 Sistemas organizados de negociación	68
2.5.1 Latibex	68
2.5.2 Mercado Alternativo Bursátil	68
2.6 Fondos de inversión cotizados	69
3 Mercados de renta fija	71
3.1 Deuda pública	72
3.1.1 Mercado primario	72
3.1.2 Mercado secundario	73
3.2 Renta fija privada	75
3.2.1 Mercado primario	75
3.2.2 Mercado secundario	78
4 Registro, contrapartida, compensación y liquidación	83
4.1 Iberclear	83
4.1.1 Iberclear-CADE	84
4.1.2 Iberclear-SCLV	85

4.1.3	Iniciativas de integración europea	86
4.1.4	Mejoras técnicas en los servicios	88
4.2	MeffClear	88
5	Mercados de productos derivados	89
5.1	Mercado MEFF	90
5.1.1	Novedades del mercado MEFF	93
5.1.2	MEFF y el mercado eléctrico	93
5.2	Warrants y certificados	94
5.2.1	Emisiones	94
5.2.2	Negociación	95
5.3	Otros contratos financieros	96
5.4	Mercado de Futuros sobre el Aceite de Oliva (MFAO)	97
III	Entidades financieras y servicios de inversión	99
6	Inversión colectiva	101
6.1	Fondos de inversión	102
6.2	Sociedades de inversión	108
6.3	IIC extranjeras comercializadas en España	109
6.4	Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC)	110
6.5	Depositarios de IIC	113
7	Prestación de servicios de inversión	115
7.1	Entidades de crédito	116
7.1.1	Autorización y registro	116
7.1.2	Actividad en valores de las entidades de crédito	117
7.2	Sociedades y agencias de valores	118
7.2.1	Rentabilidad y solvencia del sector	120
7.2.2	Sociedades de valores	122
7.2.3	Agencias de valores	125
7.3	Sociedades gestoras de cartera (SGC)	127
8	Entidades de capital-riesgo	129
8.1	Entidades de capital-riesgo registradas en la CNMV	129
8.2	Datos del sector	130
IV	La regulación y supervisión de los mercados de valores	131
9	Información financiera y de gobierno corporativo de los emisores	133
9.1	Información financiera	133
9.1.1	Información de auditorías y cuentas anuales	133
9.1.2	Información periódica semestral y trimestral	139
9.1.3	Novedades en materia de regulación	141
9.2	Información sobre la estructura accionarial	145
9.2.1	Comunicaciones incorporadas a los registros oficiales de la CNMV en el año 2008	145
9.2.2	Retrasos en las comunicaciones recibidas y actuaciones realizadas	149
9.3	Gobierno Corporativo	150
9.3.1	Aspectos más significativos de la estructura de gobierno de las sociedades cotizadas	151
9.3.2	Constitución y composición de los comités de auditoría	157
9.3.3	Normativa interna de las sociedades (reglamentos)	157
9.4	Hechos relevantes y otras comunicaciones recibidas en la CNMV	159
10	Supervisión de los mercados	161
10.1	Actuaciones destacadas de la CNMV en los distintos mercados	161
10.1.1	Renta variable	161
10.1.2	Renta fija	165
10.1.3	Productos derivados	167
10.1.4	Registro, contrapartida, compensación y liquidación	168

10.2	Unidad de Vigilancia de los Mercados	168
10.3	Supervisión de las ofertas públicas de adquisición (opas)	171
11	Supervisión de entidades	175
11.1	Supervisión de las normas de conducta en la prestación de servicios financieros	179
11.1.1	El primer año de la MiFID	179
11.1.2	Supervisión de las normas de conducta en la prestación de servicios financieros	181
11.2	Supervisión prudencial de las ESI	185
11.3	Supervisión de las instituciones de inversión colectiva (IIC)	190
11.3.1	Supervisión de requisitos prudenciales de las IIC y sus gestoras (SGIIC)	192
11.3.2	Análisis específicos	193
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	198
11.3.6	Supervisión de las IIC inmobiliarias	199
11.4	Supervisión de las entidades de capital-riesgo	202
11.5	Supervisión de las sociedades gestoras de fondos de titulización	203
11.6	Colaboración en la prevención del blanqueo de capitales	203
12	Atención al inversor	205
12.1	Oficina de Atención al Inversor	206
12.1.1	Consultas	207
12.1.2	Reclamaciones	211
12.1.3	Denuncias	217
12.2	Formación e información al inversor	218
12.2.1	Plan de Educación Financiera	218
12.2.2	El Rincón del Inversor	219
12.2.3	Nuevos servicios de la OAI	220
12.2.4	Actividades divulgativas	221
12.2.5	Cooperación internacional	224
12.3	Publicidad de productos y servicios de inversión	225
12.4	Fondo General de Garantía de Inversiones	226
13	Actuaciones disciplinarias	229
13.1	Expedientes sancionadores	229
13.1.1	Estadísticas	229
13.1.2	Registro público de sanciones por infracciones graves o muy graves	231
13.1.3	Criterios de interés	232
13.2	Servicio contencioso: revisión judicial de resoluciones sancionadoras y otras actuaciones ante los órganos jurisdiccionales	235
13.3	Advertencias sobre entidades no autorizadas	237
14	Actividades internacionales	239
14.1	Introducción	239
14.2	Comité Europeo de Reguladores de Valores	240
14.3	Organización Internacional de Comisiones de Valores	245
14.4	Foros internacionales intersectoriales	248
14.5	Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores	249
14.6	Otros foros y actividades	250
V	CNMV: aspectos organizativos, económicos e institucionales	255
15	Organización	257
15.1	Recursos humanos	257
15.2	Sistemas de información	259
16	Gestión económica	263
16.1	Ingresos y gastos	263
16.2	Estructura de tasas	263
17	Agencia Nacional de Codificación de Valores	265

18	Comité Consultivo de la CNMV	267
18.1	Introducción	267
18.2	Actuaciones del Comité durante 2008	268
VI	Informe del Órgano de Control Interno	275
VII	Cuentas de la CNMV	281
Anexos		289
Anexos estadísticos		291
	Anexos estadísticos I	291
	Anexos estadísticos II	295
	Anexos estadísticos III	317
	Anexos estadísticos IV	327
Anexos legislativos		343
Anexos organizativos		363

Índice de recuadros

Medidas de apoyo al sector financiero (Fondo de Adquisición de Activos Financieros y líneas de avales): papel de la CNMV	45
Debate internacional sobre la crisis financiera y la normativa contable	142
Ventas en corto: medidas adoptadas a escala nacional e internacional	164
Criterios de la CNMV en la comunicación de operaciones sospechosas	169
Recomendaciones de la CNMV respecto a rumores sobre valores	170
Impacto de los casos Lehman y Madoff	177
Importancia del control interno sobre la operativa de clientes en determinados productos (OTC, CFD, etc.)	187
Valoración y liquidez de activos de renta fija	193
Circular sobre categorías de IIC en función de su vocación inversora	196
Procedimientos administrativos relacionados con la situación de iliquidez. Recomendaciones de la CNMV	199
La educación financiera en las escuelas	218
Respuestas internacionales a la crisis financiera	251
Plan de Actividades de la CNMV 2009: revisión y actualización	259
XX Aniversario de la CNMV	261

Índice de cuadros

1.1	Los mercados de renta variable: índices y rentabilidad	36
1.2	Indicadores de la economía española	39
1.3	Pasivos financieros netos contraídos por las empresas no financieras	40
1.4	Activos financieros netos adquiridos por los hogares	41
1.5	Activos financieros netos adquiridos por el sector no residente	43
1.6	Rentabilidad de los índices del mercado bursátil español (%)	49
1.7	Remuneración a los accionistas	50
2.1	Capitalización de la renta variable en las bolsas españolas	58
2.2	Número de sociedades cotizadas y capitalización por sectores	59
2.3	Concentración de la capitalización de la renta variable	59
2.4	Capitalización y contratación bursátil en relación al PIB nominal	60
2.5	Número de sociedades cotizadas en las bolsas españolas	60
2.6	Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta	61
2.7	Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta: importe efectivo	62
2.8	Contratación de la renta variable en las bolsas españolas	63
2.9	Contratación según modalidades en el mercado continuo	64
2.10	Concentración de la contratación de la renta variable en las bolsas españolas	64
2.11	Crédito para venta de valores y préstamo de valores	65
2.12	Crédito para compra de valores	66
2.13	Ofertas públicas de adquisición de valores	66
2.14	Sociedades cotizadas en Latibex por países	69
3.1	Emisiones brutas y saldos vivos: distribución por emisores	71
3.2	Contratación de deuda del Estado. Conjunto del mercado	73
3.3	Emisiones brutas registradas en la CNMV: detalle por instrumentos	76
3.4	Emisiones brutas de renta fija privada de emisores españoles en el exterior	78
3.5	Emisores, emisiones y saldo vivo de renta fija en AIAF	79
3.6	Emisores, emisiones y saldo vivo de renta fija en bolsa	79
3.7	Contratación total en AIAF	80
3.8	Contratación de renta fija en las bolsas	81
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	88
5.1	Negociación en los mercados de derivados financieros en España	89
5.2	Negociación en los mercados de derivados financieros europeos	90
5.3	Negociación de futuros y opciones sobre acciones individuales de MEFF RV	91
5.4	Número de miembros en MEFF	93
5.5	Emisiones de <i>warrants</i> registradas en la CNMV	95
5.6	Emisiones de certificados registradas en la CNMV	95
5.7	Contratación de <i>warrants</i> en el mercado continuo	96
5.8	Contratación de certificados en el mercado continuo	96
5.9	Emisiones de contratos de compra/venta de opciones registradas en la CNMV	97
5.10	Número de miembros en MFAO	97
6.1	Distribución del patrimonio de los fondos de inversión mobiliarios	104
6.2	Altas y bajas en el registro de entidades en 2008	106
6.3	Participaciones significativas de las gestoras de IIC	107

6.4	Distribución del patrimonio de las sociedades de inversión	109
6.5	IIC extranjeras comercializadas en España	110
6.6	Las 10 principales comercializadoras de IIC extranjeras en España	111
6.7	SGIIC. Número de sociedades y patrimonio gestionado o asesorado	111
6.8	Sociedades gestoras de IIC: cuenta de pérdidas y ganancias	112
6.9	Resultados antes de impuestos, ROE y n.º de entidades en pérdidas	113
7.1	Ingresos de las entidades de crédito (EC) por la prestación de servicios de valores y la comercialización de productos financieros no bancarios	117
7.2	Comisiones percibidas por servicios de inversión. 2008	117
7.3	Valores depositados en las entidades de crédito a 31/12	118
7.4	Altas y bajas en el registro de entidades	119
7.5	Entidades en pérdidas: número e importe	121
7.6	Cuenta de pérdidas y ganancias de las sociedades de valores	124
7.7	Cuenta de pérdidas y ganancias de las agencias de valores	126
7.8	Patrimonio gestionado por las SGC	127
7.9	Cuenta de pérdidas y ganancias de las SGC	128
8.1	Altas y bajas en el registro de ECR en 2008	129
9.1	Resumen de las auditorías de entidades emisoras recibidas en la CNMV	135
9.2	Derechos de voto de accionistas significativos: número de notificaciones recibidas	146
9.3	Derechos de voto de los consejeros: número de notificaciones recibidas	148
9.4	Autocartera: número de comunicaciones y de emisores afectados	148
9.5	Autocartera: número de emisores notificantes según posición final	149
9.6	Operaciones con partes vinculadas de las sociedades cotizadas	153
9.7	Recomendaciones requeridas y número de sociedades afectadas	155
9.8	Definición vinculante de consejero independiente	157
9.9	Hechos relevantes y otras comunicaciones recibidas en la CNMV	159
10.1	Resumen de la actividad supervisora de mercados. 2008	161
10.2	Suspensiones temporales de cotización en bolsa	162
10.3	Posiciones en corto sobre valores del sector financiero a 30 de diciembre de 2008	164
10.4	Actuaciones de la Unidad de Vigilancia de los Mercados	169
11.1	Síntesis de incidencias detectadas en entidades que prestan servicios de inversión	176
11.2	Balance de la supervisión de normas de conducta en las entidades de crédito	182
11.3	Supervisión de ESI: requerimientos remitidos por la CNMV en 2008	186
11.4	Margen de cobertura de los recursos propios de las ESI sobre el coeficiente de solvencia	186
11.5	Supervisión de las IIC: requerimientos remitidos por la CNMV en 2008	191
12.1	Total de expedientes tramitados por la OAI	206
12.2	Distribución por canal de recepción de las consultas	207
12.3	Documentos interpretativos de interés para los inversores	211
12.4	Distribución comparada de las reclamaciones según tipo de resolución	212
12.5	Tipo de entidades contra las que se dirigen las reclamaciones y tipo de resolución en 2008	213
12.6	Distribución por materia de reclamaciones resueltas en 2008	214
12.7	Denuncias realizadas en 2008	217
12.8	Fichas y guías del inversor	221
12.9	Fichas y guías del inversor: número de acuerdos de colaboración y ejemplares distribuidos	222
12.10	Número de campañas publicitarias revisadas por la CNMV	226
12.11	Número de entidades adheridas al FOGAIN	226
13.1	Expedientes abiertos y concluidos en 2008	230
13.2	Infracciones contempladas en los expedientes sancionadores	230
13.3	Sanciones impuestas	231
13.4	Número de infracciones de cada tipo en los expedientes sancionadores	231
13.5	Procedimientos en los que ha intervenido la CNMV en 2008	236
14.1	Asistencia a reuniones internacionales y asistencias técnicas	240
14.2	CESR: grupos y subgrupos	253
14.3	IOSCO: grupos y subgrupos	254
15.1	Plantilla de la CNMV: composición por categorías profesionales	257
15.2	Distribución del personal entre las direcciones de la CNMV	257
15.3	Distribución del personal entre las direcciones de la CNMV (previsión)	258
16.1	Ingresos por tasas en la CNMV	264
17.1	Número de valores y otros instrumentos financieros codificados	266
17.2	Consultas atendidas directamente por la ANCV	266
18.1	Tipo de expedientes sometidos a la opinión del Comité Consultivo	268
18.2	Actuaciones del Comité Consultivo en 2008	269

Índice de gráficos

1.1	Sentimiento económico	23
1.2	Tasas de crecimiento anual del PIB	24
1.3	Índices de precios de materias primas	26
1.4	Tasas de variación interanual de los precios al consumo	26
1.5	Tipos de intervención de los bancos centrales	27
1.6	Tipo de cambio del euro frente al dólar y al yen	28
1.7	Tipos de interés a corto plazo	31
1.8	Tipos de interés de la deuda a largo plazo	31
1.9	Diferencial de rentabilidad de la deuda privada (BBB-AAA)	32
1.10	Bonos corporativos: prima de riesgo	33
1.11	Sector financiero: prima de riesgo	33
1.12	Previsiones de los analistas: número de compañías que mejoran menos número de compañías que empeoran (% sobre el número total de compañías)	34
1.13	Evolución de los principales índices bursátiles internacionales	35
1.14	Volatilidad en el mercado de renta variable	35
1.15	Evolución de los índices bursátiles sectoriales internacionales	36
1.16	Productos derivados: valor notional de las posiciones abiertas	38
1.17	Activos financieros de los hogares	42
1.18	Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación de la economía española (% s/PIB)	43
1.19	Activos financieros del sector no residente	44
1.20	Rentabilidad de la deuda española a largo plazo	46
1.21	Prima de riesgo de los emisores españoles	47
1.22	Evolución del Ibex 35 y de su volatilidad implícita	48
1.23	Rentabilidad sectorial de la Bolsa de Madrid (%)	49
1.24	Evolución de los dividendos de las empresas pertenecientes al Ibex 35	50
1.25	Mercado español de la vivienda. Producción y precios	52
2.1	Liquidez en el mercado continuo	63
2.2	Evolución del FTSE Latibex All Share	68
3.1	Primas de CDS a 5 años sobre deuda soberana	74
3.2	Rentabilidad de la deuda pública a medio y largo plazo	75
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	Diferenciales entre deuda privada y deuda pública	82
6.1	Evolución del patrimonio de los fondos de inversión en España y en Europa	102
6.2	Fondos de inversión de carácter financiero: distribución del patrimonio y rentabilidad por vocaciones	104
6.3	Patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España	110
6.4	Frecuencia del ROE antes de impuestos de SGIC	113
7.1	ROE antes de impuestos de las sociedades y agencias de valores	120
7.2	Frecuencia de las rentabilidades sobre fondos propios antes de impuestos de las sociedades y agencias de valores	121
7.3	Margen de cobertura sobre los recursos propios exigibles de las agencias y sociedades de valores independientes	122
7.4	Sociedades miembros de bolsa: volumen mediado y comisión efectiva media en renta variable nacional	124
7.5	Patrimonio gestionado, comisiones percibidas y resultados antes de impuestos de las SGC	128
9.1	Opiniones de los informes de auditoría de las cuentas anuales (% sobre total)	134
9.2	Tipología de salvedades	134
9.3	Motivos de los requerimientos de las revisiones sustantivas	136
9.4	Evolución de las notificaciones registradas	145
9.5	Notificaciones de consejeros y accionistas significativos presentadas con demora	149
12.1	Materias objeto de consulta en 2008	208

Índice de anexos

Anexos estadísticos	289	
Anexos estadísticos I	291	
I.1	Indicadores de la economía internacional	291
I.2	Composición del activo financiero de los hogares	292
I.3	Composición del activo financiero de los no residentes	292
I.4	Saldo de la deuda pública por tenedores	293
I.5	Resultados antes de impuestos de las sociedades admitidas en el mercado continuo	293
I.6	Rendimientos sobre activos y sobre patrimonio de las sociedades admitidas en el mercado continuo	294
Anexos estadísticos II	295	
II.1	Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta: importe efectivo	295
II.2	Sociedades excluidas de cotización bursátil en 2008	297
II.3	Evolución de los índices sectoriales de la Bolsa de Madrid y la Bolsa de Barcelona	298
II.4	Concentración sectorial de la capitalización	299
II.5	Porcentaje de la capitalización por sectores y mayores empresas respecto al conjunto del mercado	300
II.6	Capitalización y contratación de las sociedades pertenecientes al Ibex 35	302
II.7	Datos de mercado de las empresas pertenecientes al Ibex 35	303
II.8	Ofertas públicas de adquisición de valores autorizadas en 2008	304
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	307
II.12	Emisiones netas de las Administraciones Públicas	307
II.13	Contratación de deuda del Estado entre titulares de cuenta. Operaciones a vencimiento, con pacto de recompra y simultáneas	308
II.14	Contratación de letras del Tesoro entre titulares de cuenta. Distribución por tipo de contratación	308
II.15	Contratación de obligaciones y bonos del Estado entre titulares de cuenta. Distribución por tipo de contratación	309
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	310
II.18	Principales emisores de renta fija registrados en la CNMV en 2008	311
II.19	Principales emisores de renta fija registrados en la CNMV en 2008. Detalle por instrumentos	312
II.20	Emisores de pagarés: mayores saldos vivos a 31 de diciembre de 2008	313
II.21	Principales emisores de bonos de titulización en 2008	314
II.22	Emisiones de titulización, 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	Evolución de las rentabilidades y las suscripciones netas de los fondos de inversión	321

III.7	Sociedades gestoras de IIC (SGIIC): altas y bajas en 2008	322
III.8	ESI extranjeras con pasaporte comunitario: Estado miembro de origen	322
III.9	Sociedades y agencias de valores y sociedades gestoras de cartera. Altas y bajas	323
III.10	Cambios de control en sociedades y agencias de valores y sociedades gestoras de cartera. 2008	324
III.11	ESI españolas con pasaporte comunitario. Estado miembro de acogida	324
III.12	Entidades de crédito extranjeras con pasaporte comunitario para prestar servicios de inversión a 31 de diciembre de 2008. Estado miembro de origen	325
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 2008	328
IV.3	Relación de sentencias recaídas en recursos contencioso-administrativos (R.C.A.) durante 2008 contra resoluciones en materia de sanciones	329
IV.4	Advertencias al público sobre entidades no registradas	331
Anexos legislativos		343
A	Legislación española	343
A.1	Comisión Nacional del Mercado de Valores	343
A.2	Mercados secundarios oficiales de valores y otros sistemas de negociación	343
A.3	Transparencia de emisores de valores admitidos a negociación	344
A.4	Ofertas públicas de adquisición de valores	345
A.5	Empresas de servicios de inversión y otras entidades del mercado de valores	345
A.6	Instituciones de Inversión Colectiva	351
A.7	Medidas frente a la crisis económica	355
A.8	Otras normas	359
B	Legislación europea	361
Anexos organizativos		363
	Composición del Consejo de la CNMV	363
	Composición del Comité Ejecutivo de la CNMV	363
	Composición del Comité Consultivo de la CNMV	364
	Organigrama de la CNMV	366

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 2008. 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 internacional experimentó en 2008 un severo y generalizado deterioro como consecuencia, fundamentalmente, del agravamiento de la crisis financiera iniciada en agosto del año anterior. El endurecimiento de las condiciones de financiación, las elevadas pérdidas patrimoniales en los mercados de valores y el intenso empeoramiento de las expectativas propiciaron una fuerte contracción del gasto por parte del sector privado que repercutió de modo negativo en el crecimiento de las economías avanzadas, entre ellas la española. La crisis económica se extendió a los países en desarrollo, fundamentalmente por la caída de las importaciones del mundo desarrollado.

Tanto las autoridades monetarias como los gobiernos intervinieron en la economía con una intensidad sin precedentes desde la Gran Depresión. Las primeras redujeron drásticamente los tipos de interés y continuaron inyectando de forma masiva liquidez en el sistema financiero. Los segundos pusieron en marcha planes de apoyo al sector bancario, incluyendo en algunos países el control total o parcial de entidades de crédito con problemas y elevado impacto en el riesgo sistémico. En el caso español, el apoyo del Gobierno al sector financiero se centró en la creación del Fondo de Adquisición de Activos Financieros destinados a promover la oferta de crédito mediante la adquisición de activos de elevada calidad y el aval de las emisiones de las entidades financieras, además de incrementar la cobertura de los fondos de garantía de depósitos. Las políticas fiscales cobraron un marcado protagonismo, con planes de gasto y devolución de impuestos de elevada cuantía, financiados mediante la emisión de deuda pública.

Los mercados de valores acusaron las dificultades del entorno económico y financiero con una notable caída de la actividad, el desplome de los precios de la renta variable y un fuerte aumento de la volatilidad. El sector público adquirió un marcado protagonismo en los mercados de deuda por el fuerte aumento de sus emisiones. Los tipos de interés de la deuda pública tendieron claramente a descender a partir del verano, debido al aumento de la preferencia de los inversores por estos activos, pero también se observó un significativo incremento de las primas por riesgo de crédito para algunos emisores soberanos. Los emisores del sector privado, incluidas las instituciones financieras, afrontaron un pronunciado incremento de las primas de riesgo, contrayéndose de forma drástica su actividad emisora. A pesar de ello, en el caso español, las emisiones de titulización siguieron manteniendo un nivel elevado, al ser adquiridas por las propias entidades cedentes para su utilización potencial como garantía en las operaciones de financiación con el Banco Central Europeo. En cuanto al mercado español de renta variable, la caída de los precios fue similar a la de otros grandes mercados europeos y afectó a todos los sectores de cotización.

La evolución de la economía y los mercados financieros en el inicio de 2009 sugiere que los próximos meses seguirán siendo muy complicados para los agentes económicos y que se mantiene una elevada incertidumbre sobre el momento y la intensidad de la recuperación, aunque también se han producido algunas señales esperanzadoras. Así, mientras que los indicadores macroeconómicos tienden a confirmar el crecimiento negativo en los países desarrollados, algunos datos publicados en marzo, como una cierta reactivación en el mercado de la vivienda en Estados Unidos o, en el caso español, un menor ritmo de caída en los indicadores de consumo, eran más esperanzadores. Las bolsas experimentaron, de nuevo, pérdidas importantes durante los dos primeros meses del año, particularmente intensas en el sector bancario; sin embargo, a mediados de marzo se observó una significativa recuperación, alimentada por la revisión al alza de los resultados previstos para algunas instituciones financieras norteamericanas y por nuevas y masivas inyecciones de liquidez por parte de la Reserva Federal. Asimismo, en los mercados de deuda privada, aun cuando las primas de riesgo seguían siendo muy elevadas, se produjo un aumento de las emisiones.

En general, las previsiones de los organismos internacionales apuntan hacia un mayor deterioro de la economía internacional durante 2009, aunque en algunos escenarios optimistas se adelantan los primeros indicios de recuperación al segundo semestre. En cualquier caso, una eventual recuperación de la economía internacional requerirá el restablecimiento de un nivel adecuado de confianza en el sistema financiero. Junto a medidas de apoyo financiero por parte del sector público, tal restablecimiento exigirá el avance de las reformas contempladas en los foros internacionales en materia de regulación y supervisión.

1.1 Marco económico y financiero internacional

1.1.1. La economía internacional

La crisis financiera condiciona la evolución de la economía internacional

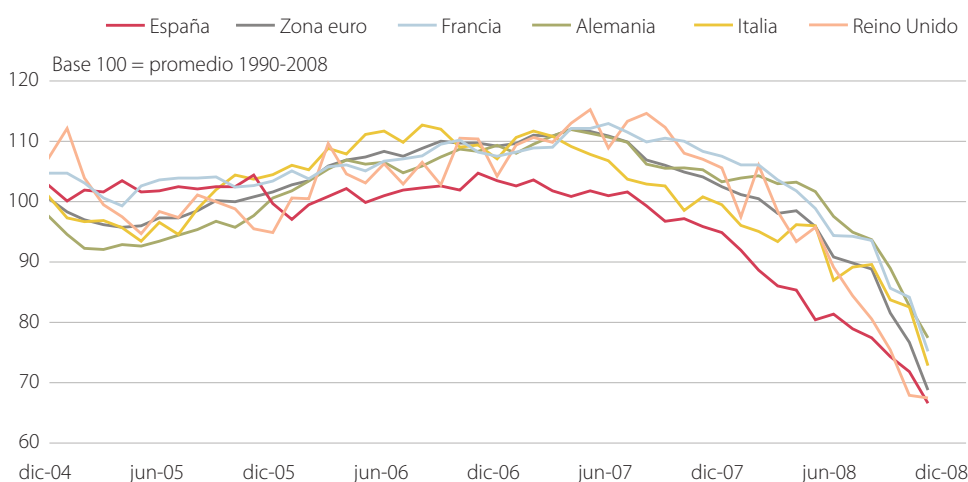
La crisis financiera iniciada en agosto del año anterior alcanzó en 2008 una profundidad y una dimensión global sin precedentes, condicionando de modo decisivo la evolución de la economía internacional. Su influencia sobre la economía se produjo, esencialmente, a través de tres vías: las condiciones de financiación del sector privado, el impacto patrimonial y la formación de expectativas. Los sucesivos recortes de los tipos de interés oficiales y las masivas inyecciones de liquidez de los bancos centrales no pudieron evitar un sustancial endurecimiento de las condiciones de acceso del sector privado a la financiación a lo largo del año, sobre todo a partir del mes de septiembre, tras la intervención gubernamental de las dos grandes agencias hipotecarias norteamericanas y la quiebra de Lehman Brothers. Las entidades financieras, enfrentadas a la evolución negativa de sus resultados y a dificultades considerables para financiarse a través de los mercados, impusieron condiciones más restrictivas en la actividad crediticia. Al mismo tiempo, el afianzamiento de una elevada percepción de riesgo en los mercados de capital dificultó el acceso a la financiación de las empresas a través de los mismos.

La desconfianza en el sector financiero tuvo, asimismo, una decisiva influencia en el comportamiento de los precios de los activos financieros emitidos por las empresas. Su drástica caída, acompañada en algunos países por la de los precios de los activos inmobiliarios, se tradujo en una fuerte erosión del patrimonio del sector privado que contribuyó, a su vez, a dificultar el acceso a la financiación de consumidores

y empresas, por su efecto negativo sobre el valor de las garantías y la solvencia de los prestatarios, y alimentó un comportamiento de elevada precaución en términos de gasto. En cuanto a las expectativas de los agentes económicos, claramente negativas desde el inicio de la crisis financiera (véase, por ejemplo, el gráfico 1.1), el agravamiento de las dificultades en materia de financiación, las pérdidas patrimoniales y el flujo incesante de noticias negativas relacionadas con las entidades y los mercados financieros contribuyeron, junto con el propio deterioro de la actividad económica, a su empeoramiento a lo largo del año.

Sentimiento económico

GRÁFICO 1.1



Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda.

Tendencia a la recesión en los países industrializados

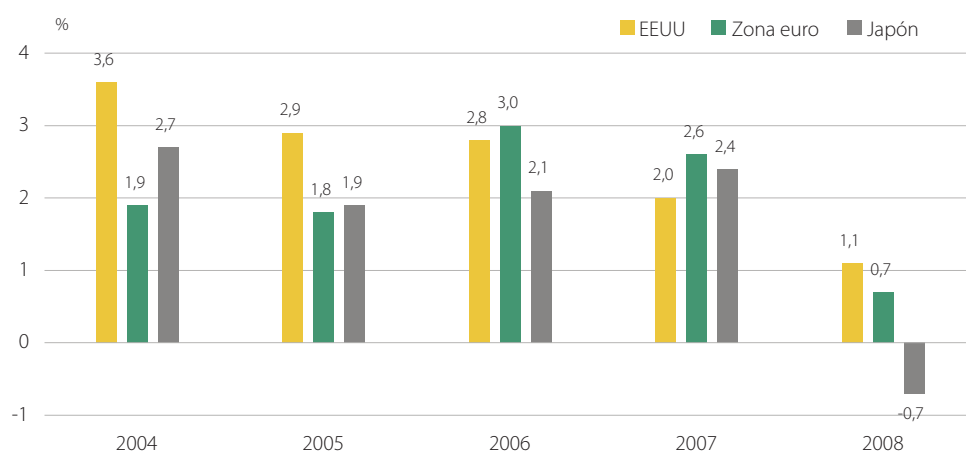
En este contexto de profunda desconfianza en el sistema financiero y creciente pesimismo sobre la evolución de la economía a escala global, prácticamente ningún país industrializado pudo evitar una reducción sustancial del crecimiento económico durante el pasado año. De acuerdo con las estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), el PIB agregado de las economías avanzadas aumentó el 1% durante el ejercicio, frente al 2,7% en 2007. Con muy pocas excepciones, los países industrializados acusaron la pérdida de impulso, cuando no la retracción, de la demanda interna. Las economías de tradición exportadora, como Japón o Alemania, se vieron afectadas, además, por una sustancial caída de las exportaciones. En general, los indicadores de actividad de las economías industrializadas experimentaron un acelerado deterioro a lo largo del año que se hizo especialmente intenso durante el segundo semestre, en coincidencia con la fase de mayor virulencia de la crisis financiera hasta ese momento. Los datos disponibles del último trimestre indican que éste fue particularmente negativo, con pronunciadas caídas del PIB respecto al mismo periodo del año anterior y fuertes aumentos del desempleo.

La economía norteamericana creció el 1,1% en 2008, nueve décimas menos que el año anterior, un retroceso menor que el experimentado por sus principales competidoras en el ámbito de las economías avanzadas (véase el gráfico 1.2). Durante la primera mitad del año, la economía norteamericana mantuvo todavía una senda de crecimiento gracias al impacto de las rebajas fiscales en el consumo privado y el aumento de las exportaciones, estimulado por la debilidad del dólar. Sin embargo, en el segundo semestre, el consumo privado se contrajo, las empresas dejaron de

acumular existencias y las exportaciones crecieron a un menor ritmo, afectadas por la intensa desaceleración del comercio mundial. El descenso de las importaciones permitió que el sector exterior mantuviese una aportación positiva en términos de crecimiento, pero no pudo evitar la caída del PIB, que fue especialmente aguda en el último trimestre, con una tasa de variación respecto al mismo trimestre del año anterior del -0,8%. La economía japonesa entró en crecimiento negativo antes que la norteamericana, enfrentada a una demanda interna más débil y a una mayor dependencia del sector exterior. Las tasas de variación interanual empezaron a ser negativas a partir del tercer trimestre, pero las intertrimestrales lo fueron ya a partir del segundo, reflejando la contracción de la demanda interna. El comportamiento del sector exterior atenuó la caída del PIB hasta el verano, gracias al mantenimiento de un elevado ritmo de crecimiento de las exportaciones, pero éstas se desplomaron en el último trimestre, dando lugar a un retroceso del PIB sobre el mismo trimestre de 2007 del 4,6%. En el conjunto del año, la economía japonesa se contrajo el 0,9%.

Tasas de crecimiento anual del PIB

GRÁFICO 1.2



Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda.

En cuanto a la zona euro, el PIB agregado aumentó el 0,7%, casi dos puntos menos que en 2007. El retroceso de las tasas de crecimiento afectó a todos los países del área, aunque sólo dos de ellos, Irlanda e Italia, experimentaron una caída del PIB. Las dos mayores economías de la zona, Alemania y Francia, crecieron el 1% y el 0,7%, respectivamente. Considerando tasas de variación interanual, ninguna de las dos economías experimentó crecimiento negativo hasta el último trimestre del año, pero considerando tasas de variación intertrimestrales, el PIB alemán empezó a caer en el segundo trimestre del año y el francés en el tercero, acusando la debilidad de la demanda interna y, sobre todo, el descenso de las exportaciones. En ambos casos, la evolución negativa de la economía se produjo como consecuencia de la debilidad de la demanda interna y la caída de las exportaciones. Ésta fue especialmente brusca en el cuarto trimestre, dando lugar a un retroceso del PIB del 1,7% en Alemania y del 1% en Francia, respecto al mismo trimestre del año anterior. Como se ha indicado, la economía italiana creció negativamente en el conjunto del año, en torno al 0,9%, mostrando de nuevo una mayor debilidad que el resto de las grandes economías europeas. En cuanto a la economía española, de la que se ofrece mayor detalle en el apartado 1.2.1, la desaceleración fue intensa, pese a lo cual la tasa de variación del PIB volvió a situarse por encima de la media de la zona euro. Fuera de esta área, pero dentro del ámbito comunitario, cabe destacar también la pérdida de impulso de la

economía británica, cuyo crecimiento pasó del 3% en 2007 al 0,7% en 2008. Como en el caso español o irlandés, el deterioro del mercado inmobiliario contribuyó considerablemente a la desaceleración del crecimiento. En el último trimestre, el PIB británico registró una caída del 1,9% respecto al mismo trimestre del año anterior.

Extensión de la crisis a las economías emergentes

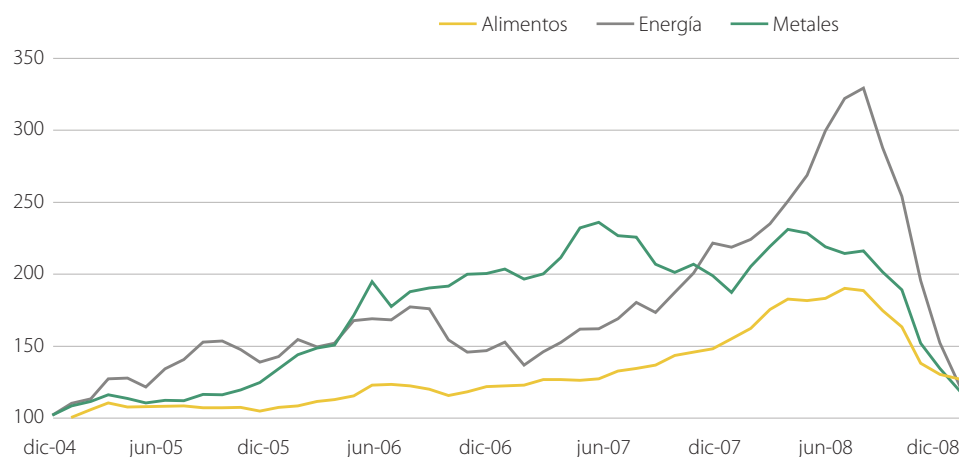
El descenso del crecimiento económico fue, asimismo, patente en las economías en desarrollo, sobre todo a partir del segundo semestre. La rápida desaceleración de la actividad en estos países, cuyo sistema financiero presentaba, en general, una baja exposición a los activos que desencadenaron la crisis financiera, provino, fundamentalmente, del brusco descenso de las importaciones de los países desarrollados. Además, a partir del verano, los países productores de materias primas se vieron afectados por el descenso en los precios de estos productos, que habían experimentado un prolongado e intenso crecimiento en los años anteriores. El FMI estima que el PIB agregado de las economías emergentes o en desarrollo aumentó el 6,3%, dos puntos menos que en 2007, mientras que los datos del cuarto trimestre apuntan hacia un deterioro aún más intenso. China, una de las mayores economías del mundo en términos de PIB, alcanzó en 2008 una tasa de crecimiento todavía elevada, en torno al 9%, pero inferior en cuatro puntos a la del año anterior. La economía china, caracterizada por el elevado peso de las exportaciones en el PIB, acusó fuertemente la evolución negativa de sus mercados exteriores, especialmente de la Unión Europea y los Estados Unidos. Se estima que el crecimiento del cuarto trimestre fue del 6,8% en tasa interanual, frente al 11,2% del mismo periodo en 2007. En el ámbito latinoamericano, de particular interés para la economía española, las mayores economías del área mantuvieron, salvo México, tasas de crecimiento relativamente elevadas durante los tres primeros trimestres, pero todas ellas acusaron las adversas condiciones de la economía internacional a partir de septiembre, especialmente a través de la caída de las exportaciones y de los flujos de capital exterior. Cabe destacar, asimismo, el deterioro de la situación económica en los países del Este de Europa, incluidos la mayoría de los Estados incorporados a la Unión Europea durante los últimos años.

Rápido descenso de la inflación en el segundo semestre

Los precios de las materias primas, que habían protagonizado un prolongado e intenso ascenso durante los últimos años, experimentaron una significativa caída durante el segundo semestre de 2008, como se aprecia en el gráfico 1.3. En el caso del petróleo, el barril *brent*, tras superar los 145 dólares en el mes de julio, se situó al cierre del ejercicio en torno a los 36 dólares, algo que no sucedía desde el verano de 2004. A finales de marzo de 2009, el precio del *brent* parecía haberse estabilizado por debajo de los 50 dólares. La caída de los precios energéticos, junto con la pérdida de impulso del consumo privado, favorecieron un giro generalizado a partir del verano en la evolución de los precios al consumo, que venían aumentando de modo sustancial desde el otoño del año anterior. Así, en el ámbito de la OCDE, en el que están incluidos la mayor parte de los países desarrollados, la tasa de inflación interanual se situó en el 1,5% en diciembre, cuando en julio había alcanzado el 4,9%. Los datos disponibles del mes de febrero de 2009 confirman el mantenimiento de la tendencia a la baja de la inflación. En particular, la tasa interanual correspondiente a dicho mes se situó en el 0,6% en la zona euro, en el 0,2% en Estados Unidos y en el -0,1% en Japón.

Índices de precios de materias primas¹

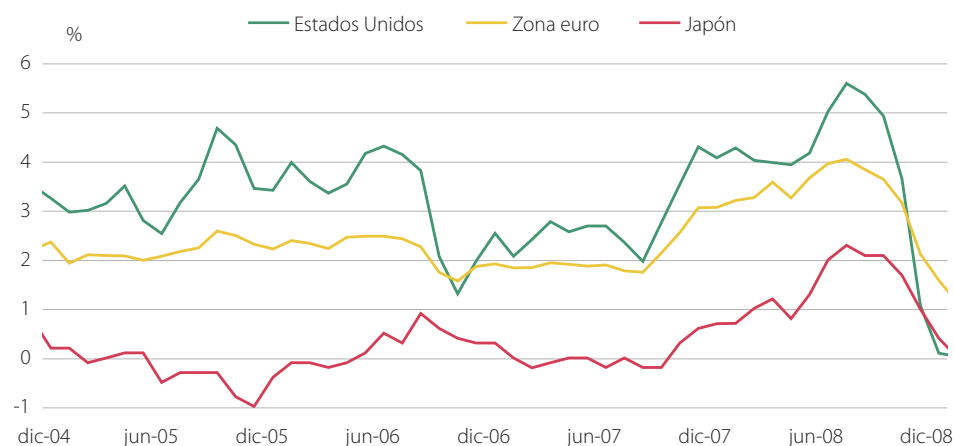
GRÁFICO 1.3



Fuente: Datastream.
1. Base 100: diciembre 2004.

Tasas de variación interanual de los precios al consumo

GRÁFICO 1.4



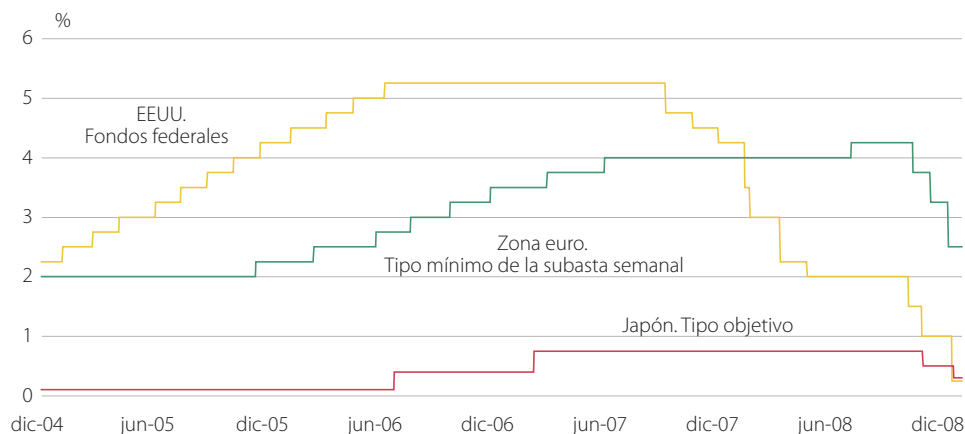
Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda.

Fuertes recortes de los tipos de interés de intervención de los bancos centrales

Tras el estallido de la crisis financiera en el verano de 2007, las autoridades monetarias de los países industrializados adoptaron de forma temprana medidas para atenuar las tensiones de liquidez en el sistema financiero y en la economía. En particular, tanto el Banco Central Europeo (BCE) como la Reserva Federal norteamericana inyectaron liquidez de forma directa y masiva en las entidades financieras, manteniendo esta línea de actuación, de forma más intensa y con mayor amplitud en cuanto a los mecanismos utilizados, a lo largo de 2008. Sin embargo, como ya ocurriera el año anterior, durante la mayor parte de 2008 la Reserva Federal y el BCE no coincidieron en cuanto a la línea a seguir con los tipos de interés de intervención, debido al distinto peso otorgado por cada uno de ellos al objetivo de estabilización de precios. Así, como se aprecia en el gráfico 1.5, nuevos y sucesivos recortes de la Reserva Federal llevaron su tipo oficial del 5,25% en septiembre de 2007 al 2% en mayo de 2008, mientras que el Banco Central Europeo, con un mayor énfasis en el control de la inflación, lo mantuvo invariable en el 4% hasta

Tipos de intervención de los bancos centrales

GRÁFICO 1.5



Fuente: Datastream.

principios de julio, para aumentarlo entonces en 25 puntos básicos, con el objetivo de contrarrestar el efecto inflacionista del incremento de los precios energéticos. Sólo a partir del mes de octubre, cuando la Reserva Federal reinició los recortes del tipo de interés oficial ante el recrudecimiento de la crisis financiera y la amenaza de recesión, el Banco Central Europeo, ya con la inflación a la baja, siguió también esta vía. Al cierre del ejercicio, el tipo de interés de intervención estaba situado en el 2,5% en la zona euro, el 0,25% en Estados Unidos y el 0,10% en Japón. En los primeros meses de 2009¹, el Banco Central Europeo efectuó tres nuevos recortes, situando su tipo de interés oficial en el 1,25%.

Corrección a la baja del tipo de cambio dólar/euro

La caída de los tipos de interés de corto plazo en Estados Unidos y su aumento en Europa favoreció que el euro mantuviese su fortaleza frente al dólar hasta el mes de julio, primero con una clara trayectoria de apreciación que se prolongó hasta el mes de abril y, después, con oscilaciones del tipo de cambio dentro de un rango elevado, entre 1,54 y 1,60 dólares por euro. Sin embargo, a partir de ese momento, la moneda europea acusó en mayor medida que la norteamericana el empeoramiento de las expectativas sobre la evolución del sector financiero y los fundamentos de la economía y, sobre todo, se vio afectada por la perspectiva de un probable y significativo descenso de los tipos de interés de intervención del BCE. A finales de octubre, el tipo de cambio se situó por debajo de 1,30 dólares por euro. Los últimos dos meses se caracterizaron por una elevada volatilidad. Aunque se produjo una transitoria recuperación del euro durante la última quincena de diciembre, que permitió que el tipo de cambio cerrase el año a 1,39 dólares, la tendencia predominante desde entonces continuó siendo bajista. El tipo de cambio yen/euro siguió una trayectoria similar, como se aprecia en el gráfico 1.6.

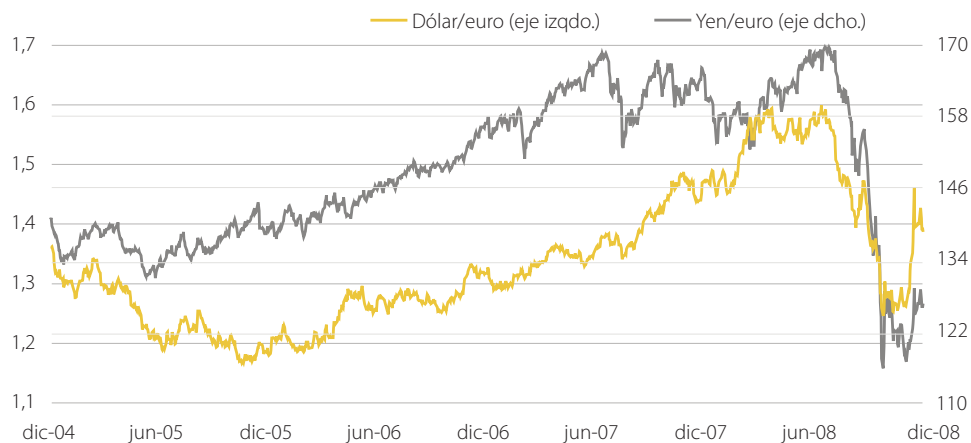
Protagonismo de las políticas de estímulo fiscal

El agravamiento de la crisis financiera y la amenaza de una recesión global, profunda y duradera impulsaron una decidida intervención de las autoridades en la economía durante 2008. Si, en un primer momento, las intervenciones se centraron en la con-

1. Con información hasta el 2 de abril.

Tipo de cambio del euro frente al dólar y al yen

GRÁFICO 1.6



Fuente: Datastream.

tención de los problemas financieros, materializándose a través de las inyecciones de liquidez y los recortes en los tipos de interés por parte de los bancos centrales, a lo largo del año se fue afirmando un creciente activismo de los gobiernos a través de medidas tanto de apoyo al sector financiero como de estímulo fiscal al conjunto de la economía. Respecto a las segundas, debe señalarse que su adopción se hizo especialmente intensa durante los últimos meses de 2008 y los primeros de 2009, al constatare el escaso margen de la política monetaria para reactivar la economía tras la intensa reducción de los tipos de interés de intervención. Por su ambición y la magnitud de los recursos potencialmente comprometidos, estas políticas de corte keynesiano suponen un giro sin precedentes en la orientación de la política económica de los países desarrollados desde la década iniciada en 1980, caracterizada esencialmente por la tendencia a limitar el gasto público y el papel del Estado en la economía.

Estados Unidos, país clave para una eventual recuperación de la economía mundial, puso en marcha, en febrero de 2008, el gran primer plan de estímulo fiscal. Con una cuantía estimada de 152.000 millones de dólares, aproximadamente el 1,1% del PIB, dicho plan contemplaba, sobre todo, deducciones y devoluciones de impuestos a los consumidores. Un año más tarde, la Administración Obama diseñó un nuevo plan de mucha mayor cuantía, 787.000 millones de dólares, equivalentes al 5% del PIB, y un mayor abanico de instrumentos. Así, el Plan Obama prevé dedicar un tercio de sus recursos a la reducción de impuestos, con el objetivo de dinamizar a corto plazo el consumo de los hogares, y el resto a la inversión en infraestructuras, en programas de energía alternativa y al inicio de una profunda reforma sanitaria, principalmente.

Por su parte, en diciembre de 2008, la Unión Europea aprobó el Plan de Recuperación Económica Europea, concebido como un marco conjunto de actuación de los Estados Miembros y de las propias instituciones europeas. Así, el plan europeo contempla actuaciones de estas últimas por valor de 30.000 millones de euros, destinadas básicamente a financiar proyectos de inversión en infraestructuras energéticas, transporte y telecomunicaciones, y prevé que los planes nacionales alcancen los 170.000 millones de euros, subrayando que las medidas de impulso fiscal adoptadas en cada país deben tener en cuenta la situación de sus finanzas públicas. En marzo de 2009, la mayoría de los países miembros ya habían aprobado algún paquete de medidas de estímulo fiscal. Estos paquetes son heterogéneos entre los países, tanto en magnitud como en los instrumentos utilizados. Respecto a la cuantía de los

recursos asignados, destacan Alemania, Reino Unido y España, con un importe equivalente al 2,7%, el 1,2% y el 2,4% del PIB, respectivamente. Tanto en Francia como en Italia la magnitud de los planes de estímulo fiscal se sitúa en torno al 0,5% del PIB. En cuanto a los instrumentos utilizados, algunos países, como el Reino Unido e Italia, priman el apoyo a los hogares mediante reducción de impuestos, ayudas puntuales, subsidios, etc., mientras que otros, entre ellos Alemania, Francia y España, ponen un mayor énfasis en la inversión pública y en el estímulo de la actividad empresarial. En el caso español, el plan de estímulo asigna un porcentaje elevado de los fondos a inversión en infraestructura pública, con un peso relativamente elevado de infraestructura a nivel municipal.

También cabe destacar los planes de estímulo fiscal anunciados en China y Japón. En el primer caso, las medidas anunciadas suponen aproximadamente un 5% del PIB, destacando entre ellas las inversiones en vivienda e infraestructuras en áreas rurales, vías férreas y aeropuertos. En Japón, las medidas contempladas representan un 1,6% del PIB, concentrándose una parte importante de las mismas en el apoyo a familias y pequeñas empresas a través de exenciones impositivas para las primeras y beneficios fiscales para las segundas.

Los planes anunciados, por su elevada cuantía, tendrán un inevitable impacto negativo sobre el endeudamiento público durante 2009. En 2008 ya se advirtió un significativo incremento del déficit público en la mayor parte de los principales países industrializados (véase el Anexo I.1), como consecuencia del aumento del gasto y de la reducción de ingresos impositivos asociados al deterioro de la situación económica. Destaca, especialmente, el caso de Estados Unidos, donde el déficit público en términos de PIB se duplicó, prácticamente, respecto a 2007. De acuerdo con las propias estimaciones de la Administración Obama, el déficit público en 2009 podría superar el 12% del PIB. La financiación de éste y otros cuantiosos desequilibrios presupuestarios esperados para el año en curso constituirá, sin duda, un reto para las finanzas públicas y tendrá un indudable impacto en los mercados financieros.

1.1.2. Evolución de los mercados financieros internacionales

El deterioro de la economía agrava la situación de las entidades financieras

La interacción negativa entre la evolución de la economía y la crisis financiera se tradujo en un sustancial aumento del riesgo sistémico. En el centro del problema, las entidades financieras vieron cómo sus resultados empeoraban de modo continuo a lo largo del año, afectadas por la pérdida de valor de sus activos y el impacto negativo de la situación económica en la demanda de crédito y la morosidad. Las pérdidas publicadas por estas entidades ascendían, al cierre de 2008, a 1,09 billones de dólares, pero estimaciones del FMI realizadas en noviembre situaban esa cifra en torno a 1,4 billones de dólares. Aproximadamente, la mitad de las pérdidas publicadas correspondían al sector bancario y el resto a otras instituciones financieras (aseguradoras, fondos de pensiones, agencias hipotecarias, etc.). Por áreas geográficas, el 69% se localizaba en entidades radicadas en Estados Unidos, el 28% en Europa y el resto en Asia.

Ante las dificultades de las entidades financieras, las autoridades monetarias ampliaron e intensificaron las medidas destinadas a asegurar la liquidez y los gobiernos pusieron en marcha una amplia batería de medidas destinadas, en esencia, a incrementar la confianza en el sistema financiero, entre ellas la ampliación de las garantías sobre los depósitos bancarios, la compra de activos financieros de las

entidades, el aval de valores de renta fija emitidos por éstas e, incluso, la participación en operaciones de recapitalización. Respecto a estas últimas, su importe total fue de 987 mil millones de dólares entre el tercer trimestre de 2007 y el cuarto trimestre de 2008, de los que 572 mil millones, por debajo de las pérdidas reconocidas, correspondieron a entidades financieras norteamericanas y 359 mil millones, por encima de las pérdidas, a entidades europeas. Los fondos aportados por el sector público con esta finalidad supusieron el 55% del total en Estados Unidos y el 46% en Europa. Cabe desatacar, asimismo, que la captación de recursos propios en Estados Unidos se realizó, sobre todo, mediante la emisión de participaciones preferentes, mientras que en Europa predominaron las ampliaciones de capital.

La evolución del sector financiero durante los dos primeros meses de 2009 sugiere que las medidas adoptadas pueden no ser suficientes para reconducir la situación, por lo que no se descarta la posibilidad de adoptar nuevas medidas. En particular, al estimarse que la falta de transparencia respecto a la composición y el valor real de los activos de las entidades financieras sigue siendo uno de los principales factores que lastra la confianza en el sistema financiero, una de las posibilidades barajadas tanto en Estados Unidos como en Europa es la creación de los denominados “bancos malos”, cuya función sería concentrar los activos dañados de las entidades y facilitar que éstas pudiesen operar con mayor normalidad. Esta posibilidad guarda cierta semejanza con el primer diseño del denominado Plan Paulson en Estados Unidos, que contemplaba la adquisición por el gobierno de activos dañados y que fue, finalmente, descartado por su complejidad. Como ocurrió con dicho plan, una eventual creación de “bancos malos” debería resolver cuestiones tan complejas como la selección de los activos dañados, su valoración y la financiación de las adquisiciones, entre otras.

Fuerte caída de los tipos de interés del mercado interbancario a partir de octubre

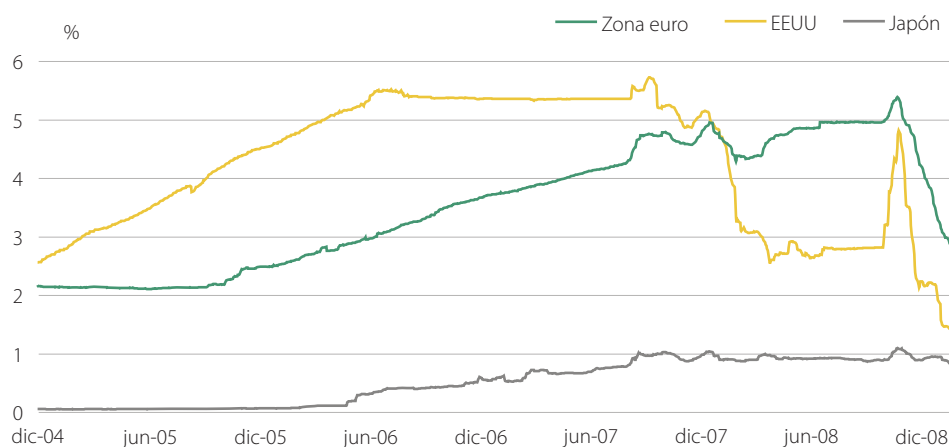
Las intervenciones de los bancos centrales para aliviar las tensiones de liquidez del sistema financiero presionaron temporalmente a la baja sobre los tipos de interés del mercado interbancario, de forma más intensa y duradera en Estados Unidos que en Europa, durante el primer trimestre de 2008, como se aprecia en el gráfico 1.7. Durante los dos trimestres siguientes, los tipos de interés a corto plazo norteamericanos permanecieron relativamente constantes, mientras que los europeos recuperaron el nivel existente en diciembre de 2007. La crisis de Lehman Brothers y otras entidades financieras provocó un repunte de estos tipos de interés, especialmente intenso en Estados Unidos; sin embargo, a mediados de octubre, tras la rebaja concertada del tipo de interés oficial por parte de la Reserva Federal, el BCE y otros bancos centrales, se produjo un acusado descenso de los mismos que se prolongó durante el resto del año. Los tipos de interés del mercado interbancario siguieron ajustándose a la baja durante los dos primeros meses de 2009.

Aumento de las emisiones y descenso de los tipos de interés en los mercados de deuda pública

El apoyo al sector financiero, las medidas para estimular la economía y, en general, el aumento de las necesidades financieras del sector público propiciaron un notable incremento de la apelación de los gobiernos a los mercados de deuda en los principales países industrializados. A pesar de ello, los tipos de interés de la deuda pública a largo plazo, medidos por las rentabilidades del mercado secundario, experimentaron un sustancial descenso durante la segunda mitad del año, como consecuencia de

Tipo de interés a corto plazo¹

GRÁFICO 1.7



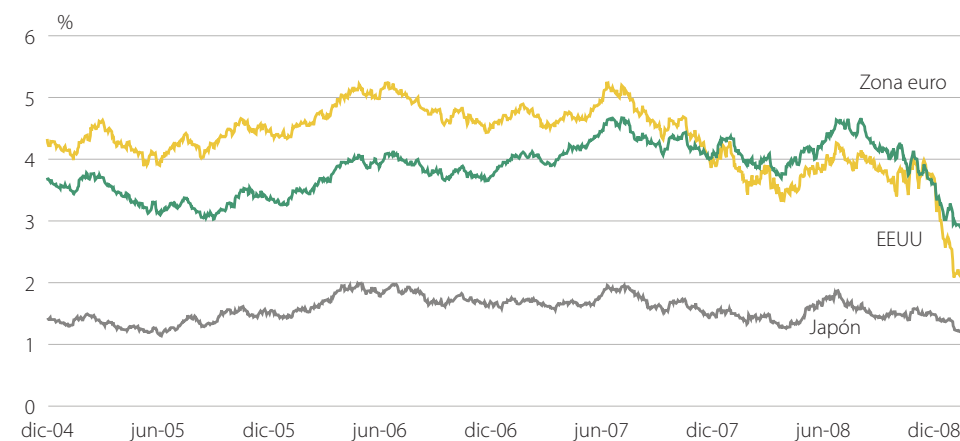
Fuente: Datastream.

1. Libor a 3 meses. Para la zona euro, se utiliza como referencia Alemania.

las expectativas de caída de la inflación y de la actividad económica, así como por el aumento de la aversión al riesgo, que propició una marcada preferencia hacia la deuda pública de los países con mejor calificación crediticia por parte de los inversores. Al cierre del ejercicio, la rentabilidad de la deuda pública norteamericana a 10 años se situaba en el 2,25% y la correspondiente a la zona euro en el 2,94%, 178 y 139 puntos básicos menos que en diciembre de 2007, respectivamente. Durante los dos primeros meses de 2009 las rentabilidades aumentaron moderadamente, reflejando una mayor ponderación del riesgo soberano ante el previsible y significativo aumento del endeudamiento por parte de los gobiernos. En algunos países se produjo una revisión a la baja de la calificación crediticia de las emisiones soberanas. A finales de marzo de 2009, las rentabilidades de los bonos norteamericanos y de la zona euro se situaban en el 2,7% y en el 3,0%, respectivamente. La mayor atención hacia la evaluación del riesgo de crédito se tradujo también en una significativa apertura del abanico de diferenciales de rentabilidad entre los emisores.

Tipos de interés de la deuda a largo plazo¹

GRÁFICO 1.8



Fuente: Datastream.

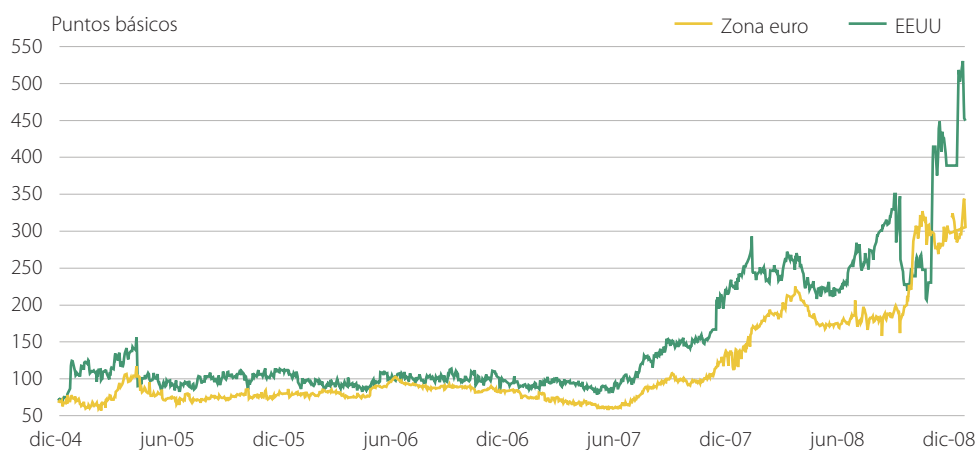
1. Deuda pública a 10 años de los gobiernos centrales de EEUU y Japón. Para la zona euro, se utiliza como referencia Alemania.

Contracción de las emisiones y fuerte aumento de los tipos de interés en los mercados de renta fija privada

Los mercados de renta fija privada, muy activos durante los últimos años, experimentaron un considerable retroceso en 2008. Los mercados primarios, caracterizados por una presencia ampliamente dominante de las emisiones del sector financiero, experimentaron una sustancial reducción de la actividad como consecuencia de la tendencia al desapalancamiento y de las políticas de cautela en materia de inversión y el aumento de la percepción de riesgo por parte de los inversores. En los mercados secundarios, la tónica general fue un sustancial descenso de la liquidez. Tanto en el mercado primario como en el secundario, las rentabilidades exigidas por los inversores experimentaron un fuerte incremento como consecuencia de la elevación de las primas de riesgo. En particular, se produjo una sustancial ampliación del diferencial de rentabilidad con la deuda pública, como se aprecia en el gráfico 1.9.

Diferencial de rentabilidad de la deuda privada (BBB-AAA)¹

GRÁFICO 1.9



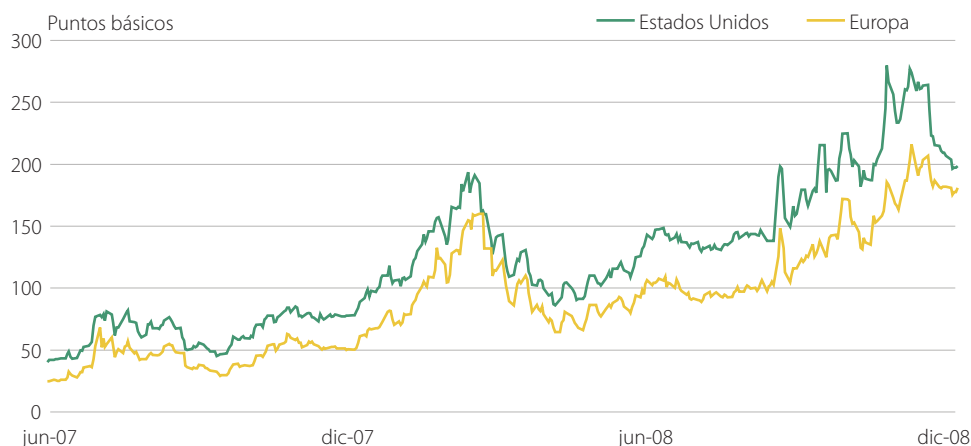
Fuente: Reuters.

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

La evolución de las primas negociadas en los mercados de derivados de crédito resulta especialmente ilustrativa de las dificultades de los emisores privados para financiarse en los mercados de deuda. Como se aprecia en el gráfico 1.10, el precio de las coberturas para emisiones con calificación grado inversión (BBB o superior en la escala de Standard & Poors) aumentó sustancialmente durante el primer trimestre del año, en paralelo con las turbulencias que se registraron durante ese periodo en los mercados de acciones. Durante el trimestre siguiente las primas tendieron a moderarse, pero en el verano se reanudó la presión alcista, que alcanzó su máxima intensidad en el cuarto trimestre, en un contexto de elevada volatilidad. Al cierre del ejercicio, las primas norteamericanas se situaban en 253 puntos básicos en Estados Unidos y 233 en Europa, frente a 83 y 51 puntos básicos al cierre del ejercicio anterior, respectivamente. Especialmente acentuado fue el recorrido alcista de las primas de riesgo correspondientes a las entidades financieras norteamericanas con grado inversión que, como se aprecia en el gráfico 1.11, sobrepasaron los 600 puntos básicos en el mes de noviembre. Aun cuando en el mes de diciembre y los primeros días de enero se produjo, en general, una moderación de las primas, la

Bonos corporativos: prima de riesgo¹

GRÁFICO 1.10

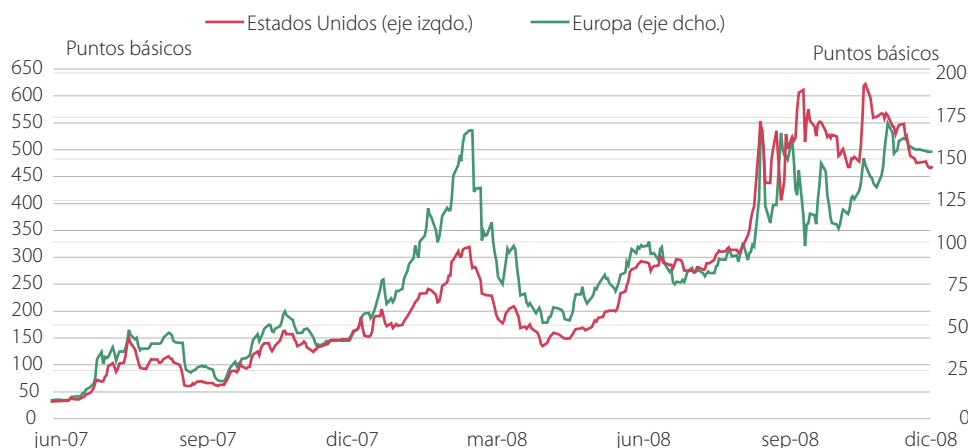


Fuente: Markit.

1. Mercado de derivados de crédito. Grado inversión. Vencimiento 5 años.

Sector financiero: prima de riesgo¹

GRÁFICO 1.11



Fuente: Markit.

1. Mercado de derivados de crédito. Grado inversión. Vencimiento 5 años.

publicación de resultados empresariales y de crecimiento negativos impulsó un nuevo incremento de las mismas. A finales de marzo de 2009, su nivel para los bonos corporativos con calificación grado inversión se situaba en 196 puntos básicos para Estados Unidos y 178 para Europa.

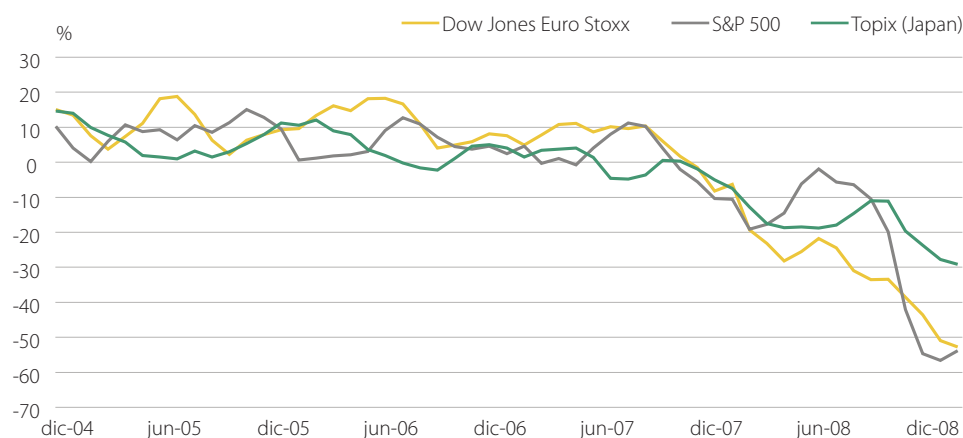
Desplome de los precios en los mercados de renta variable

Los mercados de renta variable experimentaron en 2008 una caída generalizada de las cotizaciones, sin precedentes desde la Gran Depresión. Los problemas del sector financiero y el empeoramiento de las expectativas económicas generaron un clima de extrema sensibilidad entre los inversores que desencadenó oleadas de ventas masivas en diversos momentos del año. La publicación de resultados empresariales tendió a confirmar las previsiones negativas de los analistas, cuyo pesimismo fue

en aumento a lo largo del año, como se aprecia en el gráfico 1.12, con frecuentes correcciones a la baja, especialmente intensas durante el último trimestre. Las ventas para reducir el apalancamiento y la exposición al riesgo por parte de los inversores institucionales contribuyó a mantener la presión bajista sobre el mercado y, en los momentos de mayor caída de las cotizaciones, la participación de estas instituciones en la corriente vendedora pudo haber contribuido a amplificar la caída de precios. Asimismo, la evolución del mercado propició un aumento notable de las estrategias basadas en la toma de posiciones bajistas, directamente en las bolsas, mediante ventas en corto, o a través de instrumentos negociados en los mercados de productos derivados, que reforzó, a su vez, la tendencia bajista de las cotizaciones. Como se comenta en un recuadro del capítulo 10, los reguladores de numerosos países adoptaron medidas de diverso tipo relacionadas con las ventas en corto, para incrementar la transparencia del mercado y atenuar su posible efecto desestabilizador en términos de riesgo sistémico, especialmente en el ámbito de las acciones bancarias.

**Previsiones de los analistas: número de compañías
que mejoran menos número de compañías que empeoran
(% sobre el número total de compañías)¹**

GRÁFICO 1.12



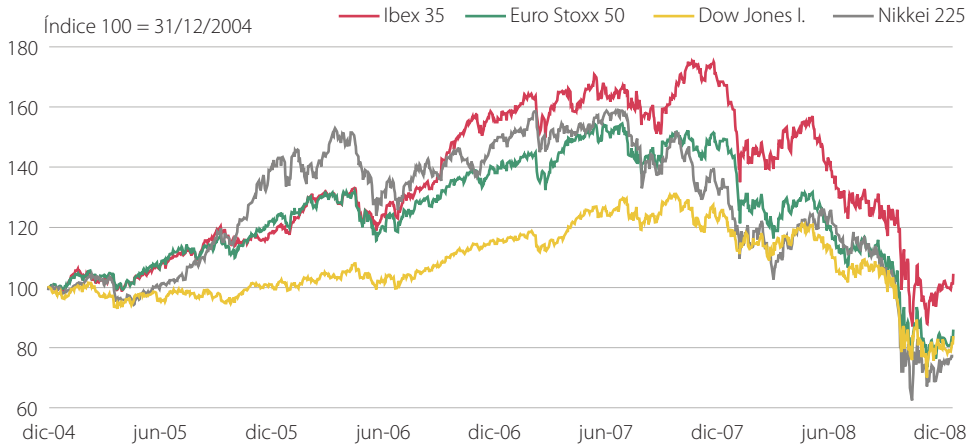
Fuente: Datastream.

1. Previsiones a 12 meses de los beneficios por acción. Media móvil trimestral.

En los grandes países industrializados, los índices más conocidos siguieron una trayectoria similar, como se observa en el gráfico 1.13. Las mayores caídas de la rentabilidad se produjeron en enero, entre mediados de mayo y mediados de julio y en octubre. El índice norteamericano Dow Jones perdió casi un 34% de su valor en el conjunto del año, el Nikkei japonés el 42% y el Euro Stoxx 50, índice selectivo de la zona euro, el 44%. Dentro del ámbito europeo, la penalización de los cinco mayores mercados (Bolsa de Londres, Euronext, Bolsa Alemana, Bolsa Italia y las bolsas españolas) osciló entre el 48% de la bolsa italiana y el 31% del Reino Unido. El índice español Ibex 35 cayó el 39%. La caída de las rentabilidades se produjo en un contexto de elevada volatilidad; los niveles más altos se alcanzaron en el mes de octubre, coincidiendo con el momento de mayor intensidad en la caída de las cotizaciones (véase el gráfico 1.14). La caída de las cotizaciones alcanzó también a la mayoría de los mercados emergentes, como se observa en el cuadro 1.1, tras haber proporcionado elevadas rentabilidades a los

Evolución de los principales índices bursátiles internacionales

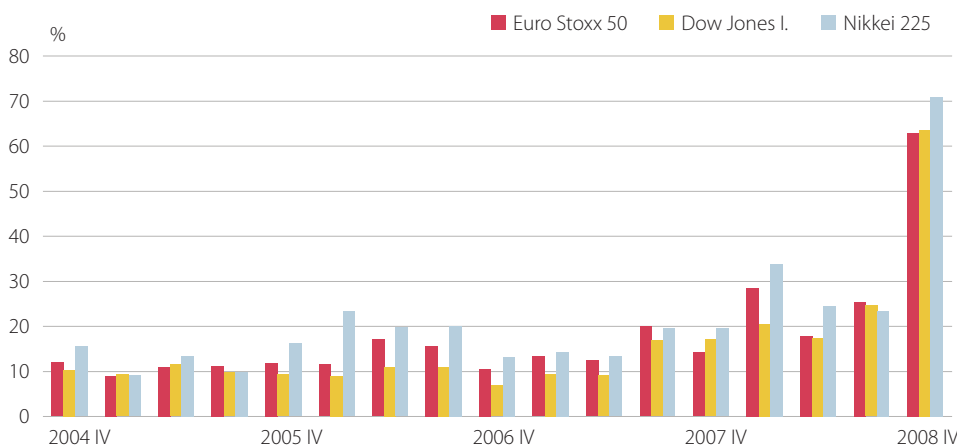
GRÁFICO 1.13



Fuente: Datastream.

Volatilidad en el mercado de renta variable¹

GRÁFICO 1.14



Fuente: Datastream.

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

inversores durante los últimos años. La bolsa china cayó el 65% y, en Latinoamérica, la brasileña el 41%.

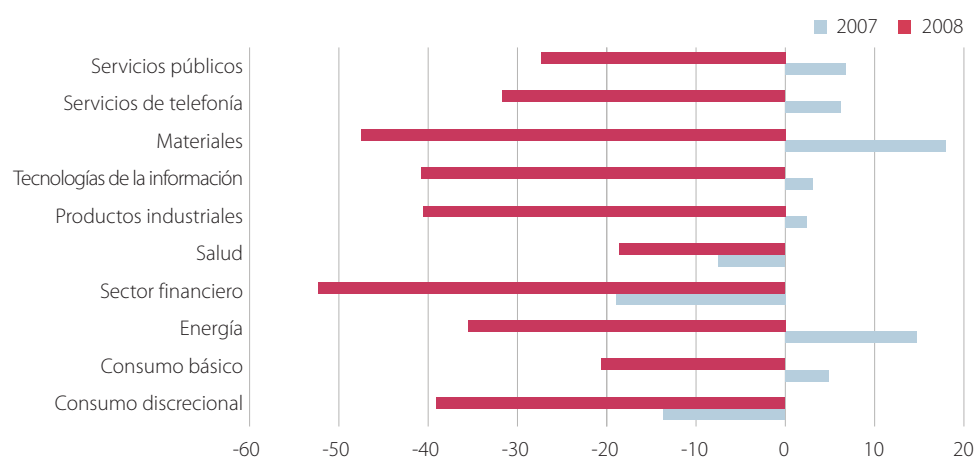
La caída de las cotizaciones alcanzó a todos los sectores bursátiles. Como se aprecia en el gráfico 1.15, que muestra la rentabilidad de los índices sectoriales mundiales MSCI, las pérdidas de mayor cuantía se produjeron en el sector financiero, que perdió, a escala global, más del 53% de su valor en 2008. En el resto de sectores, las pérdidas afectaron con especial intensidad a aquellos con mayor sensibilidad respecto a la evolución del ciclo económico. Así, las penalizaciones se aproximaron o excedieron el 40% en los sectores de consumo discrecional, productos industriales, tecnología de la información y materiales². También resultó especialmente castigado el sector energético. Durante los tres primeros meses de 2009, las rentabilidades volvieron a caer en casi todos los sectores, destacando nuevamente

2. Materiales utilizados en el sector químico, de la construcción, metálico y papelerero fundamentalmente.

entre todos ellos el sector financiero, con una penalización cercana al 20% durante dicho periodo. A finales de marzo, la pérdida acumulada por este sector desde agosto de 2008 era del 67%.

Evolución de los índices bursátiles sectoriales internacionales¹

GRÁFICO 1.15



Fuente: Datastream.

1. Índices MSCI All Country Sector (World).

Los mercados de renta variable: índices y rentabilidad

CUADRO 1.1

Bolsa	Nombre	Índices		Contratación	
		Var (%) 2007	2008	Millardos de euros	Var (%) ¹
Países desarrollados					
EEUU	Dow Jones Ind. A.	6,4	-33,8	23.041,5	15,2
EEUU	Nasdaq Composite	9,8	-40,5	25.064,1	29,6
Japón ²	Nikkei	-11,1	-42,1	3.975,3	-24,1
Reino Unido	FTSE 100	3,8	-31,3	4.374,3	-33,0
Zona euro ³	Euro Stoxx 50	6,8	-44,4	9.475,5	-17,0
Euronext	Euronext 100	3,4	-45,2	3.027,6	-26,2
Alemania	Dax 30	19,2	-40,4	2.648,5	-15,8
Italia	Mib 30	-6,5	-48,4	1.029,1	-38,8
España ⁴	Ibex 35	7,3	-39,4	1.228,6	-25,7
Latinoamérica y Asia					
Argentina	Merval	2,9	-49,8	4,5	-8,5
Brasil	Bovespa	43,7	-41,2	508,0	15,0
Chile	IGPA	13,8	-19,6	25,0	-25,6
México	IPC	11,7	-24,2	76,5	-8,5
Perú	IGBL	36,0	-59,8	4,3	-47,2
Corea del Sur	Korea Cmp Ex	30,1	-40,7	991,7	-14,3
Hong Kong	Hang Seng	39,3	-48,3	1.107,0	-23,9
China ⁴	Shanghai Composite	96,7	-65,4	2.591,5	-43,0

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.

Como se advierte en el cuadro 1.1, los bolsas de valores acusaron un considerable descenso de la contratación. La excepción más significativa la constituyen las bolsas norteamericanas, cuyos dos mercados más importantes, la bolsa de Nueva York y el Nasdaq, incrementaron su volumen de contratación en 2008, como consecuencia de su mejor comportamiento relativo en la primera mitad del ejercicio, periodo en que podrían haber actuado parcialmente como activos refugio. En el ámbito europeo, el retroceso de la contratación osciló entre el 16% de la bolsa alemana y el 39% de la italiana. El importe de la contratación en la bolsa española descendió el 23%.

El deterioro del entorno económico y financiero y, en particular, la desfavorable evolución de los precios bursátiles repercutieron en un fuerte descenso de las salidas a bolsa en todo el mundo. En Europa, las bolsas acogieron durante el pasado año un total de 338 salidas a bolsa, por un importe de 14.241 millones de euros, lo que supone descensos del 58% y del 82%, respectivamente, sobre el año anterior. En Estados Unidos se realizaron 57 operaciones, por un importe total de 19.409 millones de euros, lo que supone el 79% y el 42% menos, respectivamente, que en 2007 (una sola operación, la protagonizada en el primer trimestre por Visa, concentró el 59% del total). El descenso de las salidas a bolsa también se dejó sentir, con intensidad, en los mercados emergentes, en particular, en las bolsas de Hong Kong y Shanghai, dos de las más activas en este tipo de operaciones durante los últimos años.

Ligera disminución del valor nocional de las posiciones abiertas en derivados de crédito

De acuerdo con el Banco Internacional de Pagos, el valor nocional de las posiciones abiertas en el mes de junio en contratos OTC experimentó un aumento del 32% respecto al mismo mes del año anterior y del 15% respecto a diciembre de 2007, alcanzando un importe cercano a 684 billones de dólares. Todos los segmentos mostraron una clara tendencia expansiva, salvo el de derivados de crédito (*credit default swaps*—CDS—), cuyo valor nocional descendió ligeramente respecto a su importe en diciembre de 2007, situándose en algo más de 57 billones de dólares, a consecuencia, principalmente, del descenso de las emisiones de renta fija y, en general, de las operaciones de financiación. El aumento más significativo del valor nocional se produjo en el segmento con mayor peso en el total, esto es, en el de tipos de interés, donde el importe pasó de 393 billones de dólares en diciembre de 2007 a 458 en junio de 2008. Como se aprecia en el gráfico 1.16, el valor nocional de las posiciones abiertas en los mercados de productos derivados negociados en mercados organizados es considerablemente menor que el correspondiente a los productos OTC. Su importe al cierre de 2008, casi 77 billones de dólares, fue inferior en un 2,5% al del año anterior, concentrándose en el segmento de futuros sobre tipos de interés, principalmente.

1.2 Marco económico y financiero español

Fuerte ajuste de la economía española

En línea con las economías de su entorno, la economía española experimentó en 2008 una fuerte desaceleración alimentada por el comportamiento de la demanda interna. Como se ha indicado, la tasa de crecimiento del PIB se situó en el 1,2% por encima de la media comunitaria. La demanda interna, que había contribuido de modo determinante a la expansión de la economía durante los últimos años, en esta ocasión sólo aportó una décima de crecimiento al PIB, lastrada por la intensa desa-

Productos derivados: valor nominal de las posiciones abiertas

GRÁFICO 1.16



Fuente: Banco Internacional de Pagos (BIS).

1. En 2008, valor nominal correspondiente a junio para derivados OTC y a septiembre para derivados negociados en mercados organizados.

celeración del consumo de los hogares y la caída de la formación bruta de capital fijo. La demanda externa contribuyó, por el contrario, al crecimiento del PIB, con una aportación de 1,1 puntos porcentuales, en contraste con su carácter negativo de años anteriores. Por el lado de la oferta, el ajuste de la actividad fue patente en casi todos los sectores, pero especialmente en los industriales, cuyo valor añadido se contrajo el 2%. Dentro de las ramas industriales, destacó, a su vez, la construcción, con un descenso del valor añadido del 3%. El sector con mayor peso en la generación de valor añadido, el sector servicios, mantuvo una tasa de crecimiento notable, el 3,1%, aunque inferior en punto y medio a la del año anterior.

La economía española siguió una trayectoria claramente negativa a lo largo del año, alimentada por el desfavorable impacto de las condiciones de financiación y las expectativas en el comportamiento de los consumidores y las empresas. Durante los tres primeros trimestres del año, el PIB mantuvo tasas de crecimiento interanual positivas cada vez menores. En el último trimestre se produjo una caída del PIB del 0,8% respecto al mismo periodo del año anterior. El aumento del paro y la desconfianza en la evolución de la economía hicieron mella en el consumo de los hogares, que, en el cuarto trimestre, disminuyó el 2,8% respecto al mismo periodo de 2007. Por el lado de la inversión, la residencial se contrajo a partir del segundo trimestre y la inversión en bienes de equipo a partir del tercero; ambos componentes crecieron durante el último trimestre a tasas negativas del 10,9% y del 9,7%, respectivamente. Por el lado de la demanda externa, su contribución al crecimiento de la economía fue positiva y creciente a lo largo del año, impulsada sobre todo por la desaceleración en el primer semestre y la fuerte caída de las importaciones en el segundo.

El intenso ajuste de la economía afectó profundamente a la evolución del paro y la inflación. La destrucción de empleo y el fuerte aumento del paro fueron, sin duda, dos de las consecuencias más negativas del ajuste. La tasa de paro se situó en el 13,9% en el último trimestre, en comparación con el 8,6% de 2007. El deterioro del mercado de trabajo, concentrado inicialmente en el sector de la construcción, se extendió al resto de los sectores industriales y a algunos del sector servicios. En términos anuales, el empleo cayó el 0,6%. En cuanto a la inflación, su evolución fue claramente alcista hasta el verano, en el que llegó a situarse en el 5,3%. Sin embargo, la caída de los precios de la energía y la contracción del consumo alimentaron un rápi-

Tasa de variación, salvo otra indicación

	2004	2005	2006	2007	2008
PIB (a precios constantes) ¹					
PIB	3,3	3,6	3,9	3,7	1,2
Demanda interna ²	4,8	5,1	5,1	4,4	0,1
Consumo de los hogares	4,2	4,2	3,9	3,4	0,1
Consumo de las AAPP	6,3	5,5	4,6	4,9	5,3
Formación bruta de capital fijo	5,1	7,0	7,1	5,3	-3,0
Demanda externa neta ²	-1,7	-1,7	-1,5	-0,7	1,1
Exportaciones	4,2	2,5	6,7	4,9	0,7
Importaciones	9,6	7,7	10,3	6,2	-2,5
Otros indicadores					
IPC. Interanual a diciembre	3,2	3,7	2,7	4,2	1,4
Crecimiento del empleo ³	4,1	5,6	3,6	2,4	-3,0
Tasa de paro ³	10,6	8,7	8,3	8,6	13,9
Balanza por cuenta corriente (% s/ PIB)	-5,3	-7,4	-8,9	-10,1	-9,6
Capacidad o necesidad de financiación de las AAPP (% s/ PIB)	-0,4	1,0	2,0	2,2	-3,8

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

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

do descenso de la misma en los últimos meses del año, situándose en diciembre en el 1,4%. El descenso de la inflación fue más acusado en España que en la zona euro, situándose el diferencial en un valor negativo del 0,1% al cierre del ejercicio. La inflación interanual en febrero de 2009, que se situó en el 0,7%, confirmó la tendencia a la reducción y amplió el diferencial negativo respecto a la zona euro.

La evolución negativa de la economía se dejó sentir también en las finanzas públicas. Tras tres años de superávit, las Administraciones Públicas incurrieron en un déficit del 3,8% en términos de PIB, a consecuencia tanto de la disminución de los ingresos como del aumento del gasto. Las medidas discrecionales de estímulo fiscal introducidas para paliar los efectos de la crisis en las familias y las empresas contribuyeron de modo decisivo al aumento del déficit. Las previsiones para 2009 apuntan hacia un nuevo incremento del mismo, debido tanto al impacto directo del ciclo económico sobre los ingresos y gastos de las Administraciones Públicas como a las medidas extraordinarias que el Gobierno ha adoptado para impulsar la economía, mencionadas en el apartado 1.1.1. Las finanzas públicas españolas parten, sin embargo, de una situación más desahogada que en otros países en términos de endeudamiento. Así, al finalizar 2008, la deuda de las Administraciones Públicas nacionales suponía el 39,4% del PIB, casi 30 puntos porcentuales menos que la media de la zona euro.

Contracción de los flujos de financiación e inversión financiera del sector privado residente

En contraste con la pauta mantenida en años anteriores, los recursos financieros captados por las sociedades no financieras, las instituciones financieras y los hogares se redujeron de forma intensa, al tiempo que se incrementaba significativamente

te la captación de recursos por parte del sector público. El sector no residente siguió desempeñando un papel esencial en la financiación de la economía española, pero la adquisición neta de activos financieros emitidos por los sectores residentes se redujo de forma notable por parte de este sector. Cabe destacar, además, dos hechos especialmente relevantes para los mercados de valores españoles. El primero es un fuerte descenso en la captación de recursos mediante renta fija por parte de las instituciones financieras tras varios años de intensa actividad emisora de este sector, especialmente de las entidades de crédito y los fondos de titulización. El segundo hecho es la desinversión neta de los hogares en fondos de inversión, ya observada en 2007 pero ahora aún más intensa, y el aumento de la inversión de este sector en depósitos bancarios.

Los pasivos financieros netos contraídos por las empresas no financieras entre enero y septiembre de 2008 descendieron un 60,2% respecto al mismo periodo del año anterior. Como se aprecia en el cuadro 1.3, el descenso fue sustancial tanto en los instrumentos más relacionados con la financiación de proyectos de inversión (préstamos a largo plazo y valores) como en los asociados a la financiación del circulante (préstamos a corto plazo y otras cuentas pendientes de cobro). Los préstamos constituyeron nuevamente la principal fuente de financiación del sector, situándose su peso relativo en torno al 71% de los recursos captados durante el periodo de referencia. En el ámbito de los valores, las emisiones de acciones aportaron casi el 21% de los pasivos netos contraídos por el sector, con claro predominio de las empresas no cotizadas en la captación, mientras que las emisiones de renta fija fueron negativas en términos netos (predominio de las amortizaciones sobre la captación de nuevos recursos).

La financiación captada por las instituciones financieras durante los tres primeros trimestres de 2008 fue un 43,1% menor que la correspondiente al mismo periodo

Pasivos financieros netos contraídos por las empresas no financieras CUADRO 1.3

Importes en millones de euros

	2004	2005	2006	2007	2008 ¹	% var. 08/07 ²
Valores distintos de acciones	-219	-242	1.212	1.792	-283	—
Valores a corto plazo	418	-422	1.272	-235	158	—
Valores a largo plazo	-636	180	-316	2.171	445	-79,6
Derivados financieros	0	0	255	-144	-887	-725,4
Préstamos	91.670	141.022	225.422	177.970	57.292	-58,9
Préstamos a corto plazo	21.120	40.343	37.845	14.189	3.805	-80,7
Préstamos a largo plazo	70.550	100.679	187.577	163.782	53.487	-55,4
Acciones y otras participaciones	37.333	33.903	24.247	52.861	23.866	-37,1
Acciones cotizadas	934	2.252	4.545	24.749	2.229	-85,4
Acciones no cotizadas	15.732	14.351	5.417	16.504	14.668	4,4
Otras participaciones (excluidos fondos)	20.667	17.300	14.284	11.608	6.969	-18,9
Reservas técnicas de seguro	-81	532	4	0	0	—
Otras cuentas pendientes de pago	30.571	54.135	61.438	30.263	220	-99,1
Total	159.274	229.350	312.323	262.886	81.096	-60,2

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

1. Datos para los tres primeros trimestres de 2008.

2. Variación porcentual de los tres primeros trimestres de 2008 respecto al mismo periodo del año anterior.

de 2007. La reducción en la captación de pasivos netos se concentró, sobre todo, en los valores de renta fija, debido a las dificultades que han afectado a los mercados internacionales de estos instrumentos desde el inicio de la crisis financiera. Así, los recursos captados mediante estas emisiones descendieron, en términos netos, un 67% durante el periodo de referencia, pasando de representar un 34,1% del total a un 22,3%. En cambio, la captación mediante depósitos fue similar a la del mismo periodo del año anterior y pasó a representar un 81,9% del total, frente al 60,2% en 2007.

Los recursos financieros captados por los hogares también disminuyeron de forma sustancial. En concreto, durante el periodo enero-septiembre, los pasivos netos contraídos por este sector se redujeron en el 62% respecto al mismo periodo del año anterior. Durante los dos primeros trimestres del año, el flujo fue positivo, pero en el tercero cambió de signo. La contracción de la financiación externa de los hogares se produjo tanto en los préstamos como en otras modalidades de crédito.

Respecto a la inversión financiera de los hogares, se acentuó la tendencia observada en 2007, al reducirse las adquisiciones netas de activos financieros en un 70% (en 2007 se redujo un 24,7%). Atendiendo a la composición de este flujo, se advierte un cambio sustancial en el comportamiento de los hogares (véase cuadro 1.5). La adquisición neta de valores de renta fija, que venía aumentando considerablemente desde 2004, fue negativa en 2008, mientras que las acciones cotizadas, aun siendo positivas, disminuyeron de forma notable. En el caso de los fondos de inversión, como se ha indicado, se agudizó la presión vendedora, siendo los reembolsos netos superiores en más del doble al importe del año anterior. En cambio, los depósitos han aumentado un 21,4%, cifra muy significativa si se tiene en cuenta el fuerte descenso global de la inversión financiera neta del sector. El desplazamiento a favor de los depósitos se vio favorecido por la evolución positiva de las rentabilidades de

Activos financieros netos adquiridos por los hogares¹

GRÁFICO 1.4

Importes en millones de euros

	2004	2005	2006	2007	2008 ²	% var. 08/07 ³
Efectivo y depósitos	42.497	50.152	82.457	59.839	50.380	21,4
Valores distintos de acciones	835	1.339	5.138	12.267	-7.288	—
Acciones y otras participaciones	15.682	19.229	-8.151	-5.323	-29.047	-449,3
Acciones cotizadas	-404	2.039	-4.278	11.453	5.730	209,4
Acciones no cotizadas	147	-1.935	-7.297	-5.211	-5.171	-38,6
Otras participaciones (excluidos fondos)	2.785	1.915	1.134	150	617	433,1
Participaciones en fondos de inversión	13.391	17.510	2.344	-12.725	-29.099	-598,6
Accs. emitidas por sociedades de inversión	-237	-300	-54	1.010	-1.154	—
Reservas técnicas de seguro ⁴	15.675	18.136	17.281	10.801	6.054	-25,6
Otras cuentas pendientes de cobro	5.282	5.935	10.844	3.464	-4.558	—
Total	79.970	94.792	107.568	81.039	15.540	-70,1

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

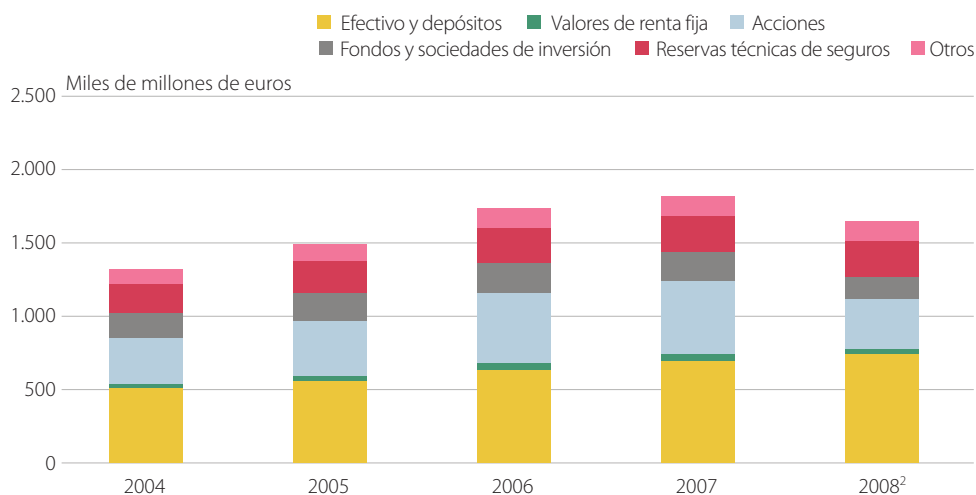
1. Incluye a las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.
2. Datos para los tres primeros trimestres de 2008.
3. Variación porcentual de los tres primeros trimestres de 2008 respecto al mismo periodo del año anterior.
4. Incluye planes de pensiones.

estos instrumentos, en contraste con la de los instrumentos alternativos, así como por el aumento de la percepción de riesgo de la inversión en estos últimos. La ampliación, en octubre, de la cobertura de los fondos de garantía de depósitos hasta 100.000 euros contribuyó a incrementar el atractivo de esta alternativa para los ahorradores.

El patrimonio de los hogares invertido en activos financieros se redujo un 9,6% entre diciembre de 2007 y septiembre de 2008, como consecuencia, principalmente, de la reducción en el precio de los activos financieros. En particular, la caída del precio de las acciones causó un descenso del 33% en el valor de las tenencias en este instrumento³. Como se advierte en el gráfico 1.15, la composición del patrimonio ha cambiado significativamente: mientras ha aumentado el peso de las tenencias en efectivo y depósitos, que concentraron el 45% del total frente al 38,1% de 2007, la importancia relativa de acciones e inversión colectiva se ha reducido, pasando de representar un 38,9% del total a un 29,8%. El peso de los valores de renta fija y de las reservas técnicas de seguros y fondos de pensiones prácticamente no se modificaron, representando el 2,3% y el 14,9%, respectivamente.

Activos financieros de los hogares¹

GRÁFICO 1.17



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 2008, saldos correspondientes al tercer trimestre.

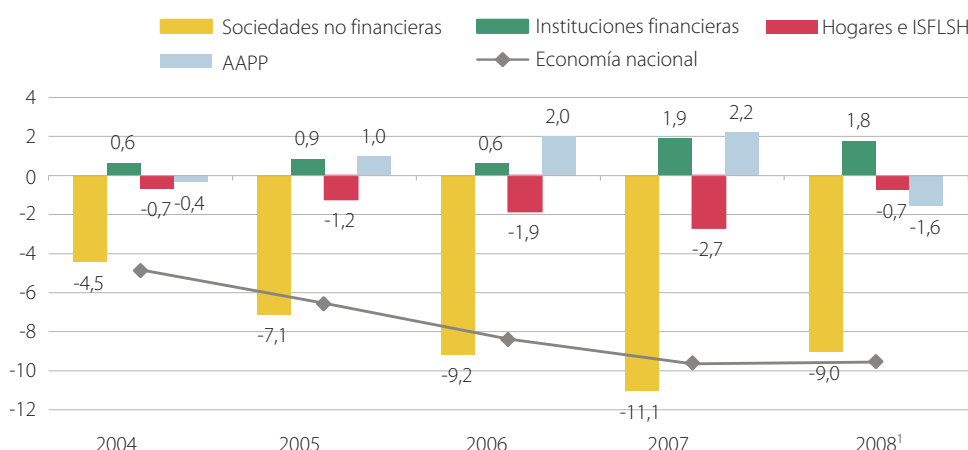
El sector no residente mantiene un papel esencial en la financiación de la economía española

En su conjunto, la economía española continuó dependiendo fuertemente de la financiación del resto del mundo, debido a la insuficiencia del ahorro generado por los sectores residentes. No obstante, como se aprecia en el gráfico 1.13, la necesidad de financiación de la economía nacional no mantuvo la trayectoria expansiva de los últimos años, situándose en términos de PIB en un nivel similar al del año anterior

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

GRÁFICO 1.18

Marco económico y financiero



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

1. Los datos correspondientes a 2008 se calculan como suma de los tres primeros trimestres de dicho ejercicio y el cuarto trimestre de 2007.

(9,6% del PIB en 2008 frente al 9,7% en 2007). A ello contribuyeron, fundamentalmente, hogares y sociedades no financieras, cuya necesidad de financiación se redujo significativamente gracias a una mayor generación de ahorro por parte de ambos sectores y, en el caso de los hogares, gracias también a un significativo descenso de la inversión residencial.

En sintonía con el comportamiento del sector privado residente, la adquisición neta de activos financieros nacionales por parte del sector no residente decreció en términos monetarios un 28,1%. Además, su composición se modificó sustancialmente. Las inversiones netas en renta fija del sector, siguiendo la tendencia

Activos financieros netos adquiridos por el sector no residente

CUADRO 1.5

Importes en millones de euros

	2004	2005	2006	2007	2008 ²	% var. 08/07 ³
Efectivo y depósitos ¹	14.140	51.284	3.133	76.514	91.295	103,2
Valores distintos de acciones	104.055	143.478	212.869	83.069	2.984	-97,1
Préstamos	10.593	20.806	35.026	29.864	15.093	-15,4
Acciones y otras participaciones	22.866	7.870	-1.230	45.326	31.143	11,5
Acciones cotizadas	6.110	-6.556	-19.674	29.911	7.867	-53,5
Acciones no cotizadas	9.473	11.984	12.839	10.288	19.551	183,7
Otras participaciones (excluidos fondos)	6.672	5.926	4.954	5.549	4.574	11,3
Participaciones en fondos de inversión	612	-3.485	652	-421	-849	—
Otras cuentas pendientes de cobro	1.317	5.752	5.176	3.551	520	-82,8
Total	152.972	229.191	254.973	238.324	141.035	-28,1

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

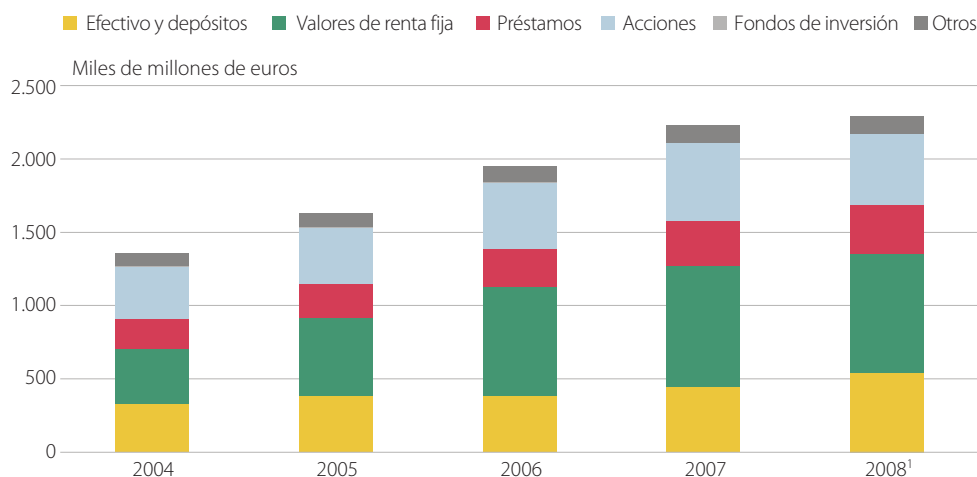
1. Incluye oro monetario y derechos especiales de giro (DEG).

2. Datos para los tres primeros trimestres de 2008.

3. Variación porcentual de los tres primeros trimestres de 2008 respecto al mismo periodo del año anterior.

Activos financieros del sector no residente

GRÁFICO 1.19



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

1. En 2008, saldos correspondientes al tercer trimestre.

iniciada en 2007, descendieron fuertemente, pasando de representar un 83% en 2006 a tan sólo un 2% en 2008. Las inversiones netas en depósitos, en cambio, han ido ganando terreno a la vez que lo ha perdido la renta fija, concentrando un 65% del total, en contraste con el 1% y el 32% que representaban estos instrumentos en 2006 y 2007, respectivamente.

El sector bancario resiste mejor que en otros países frente a la crisis financiera y el deterioro de la economía

Las entidades financieras españolas operaron en 2008 en un contexto crecientemente adverso tanto por las dificultades de financiación existentes en los mercados internacionales como por el deterioro de la actividad económica nacional. Las entidades de crédito acusaron la desfavorable evolución del entorno económico, sobre todo, a través de dos vías: el descenso del volumen de negocio en sus actividades típicas y el aumento de la morosidad. Así, el crédito concedido a empresas y familias aumentó en 2008 el 6,2%, tras haber estado creciendo durante los últimos años a tasas situadas entre el 10% y el 30%, y la morosidad se situó en enero de 2009 en el 3,87% para el conjunto del sector, frente al 0,76% de junio de 2007, justo antes del estallido de la crisis financiera internacional.

A pesar de las dificultades, el sistema financiero español no experimentó problemas tan agudos como en otros países. En materia de liquidez, las entidades de crédito españolas lograron mantener condiciones relativamente cómodas durante el pasado año gracias, entre otros factores, a los préstamos del BCE. Las subastas del Fondo de Adquisición de Activos Financieros y la concesión de avales a las emisiones de las entidades contribuyeron, ya en los primeros meses de 2009, a incrementar la liquidez del sector. En el plano de la solvencia, los datos sobre capital regulatorio correspondientes al mes de junio, los primeros en calcularse según el Nuevo Acuerdo de Capital (Basilea II), arrojaban una ratio de solvencia para el sector en su conjunto del 11,3%, mientras que el coeficiente básico (*tier 1*) se situaba en el 7,7%. Estos coeficientes excedían ampliamente el mínimo contemplado en la regulación y eran mayores que los existentes un año antes (10,6% y 6,9%).

Medidas de apoyo al sector financiero (Fondo de Adquisición de Activos Financieros y líneas de avales): papel de la CNMV

Como se ha indicado, la crisis financiera ha producido una disminución de la capacidad de las entidades financieras para captar recursos en los mercados de capitales que, a su vez, repercute negativamente en la financiación a empresas y familias. En estas circunstancias extraordinarias, el Gobierno español, al igual que otros gobiernos europeos, decidió en el mes de octubre poner en marcha una serie de medidas para restaurar la confianza en el sistema financiero e impulsar la financiación a empresas y particulares por parte de las entidades financieras.

La primera de ellas fue la creación, mediante Real Decreto-Ley 6/2008, del Fondo de Adquisición de Activos Financieros (FAAF) dotándose con cargo a los Presupuestos Generales del Estado, por un importe de 30.000 millones de euros, ampliable hasta un máximo de 50.000. La adquisición de activos —bien como operaciones de repo a un plazo de dos años o como compras en firme de activos con vencimiento a tres años— se ha realizado a través del sistema de subastas, habiéndose celebrado cuatro hasta mediados de marzo, lo que ha supuesto que el FAAF haya adquirido activos por importe de 19.341 millones de euros a 54 entidades.

La segunda medida ha sido la autorización, establecida en el Real Decreto-Ley 7/2008, para el otorgamiento de avales a operaciones de financiación nuevas que realicen las entidades de crédito residentes en España. El importe máximo a conceder se eleva a 100.000 millones de euros, habiéndose realizado, hasta mediados de marzo, ocho emisiones de deuda avaladas, por un importe total de 11.105 millones de euros.

La CNMV ha asesorado a la Dirección General del Tesoro y Política Financiera en la puesta en práctica de las anteriores medidas. Asimismo, ha prestado apoyo a las entidades emisoras de los valores para acelerar la aprobación de las emisiones y su posterior admisión a cotización, dado que una de las condiciones que han de cumplir los títulos avalados por el Estado o adquiridos por el FAAF es la de estar admitidos a cotización en un mercado regulado. La CNMV también está presente en el Comité Técnico Asesor de la Comisión Ejecutiva del FAAF, donde cuenta con dos representantes entre sus nueve miembros.

Fuerte aumento de las emisiones de deuda pública

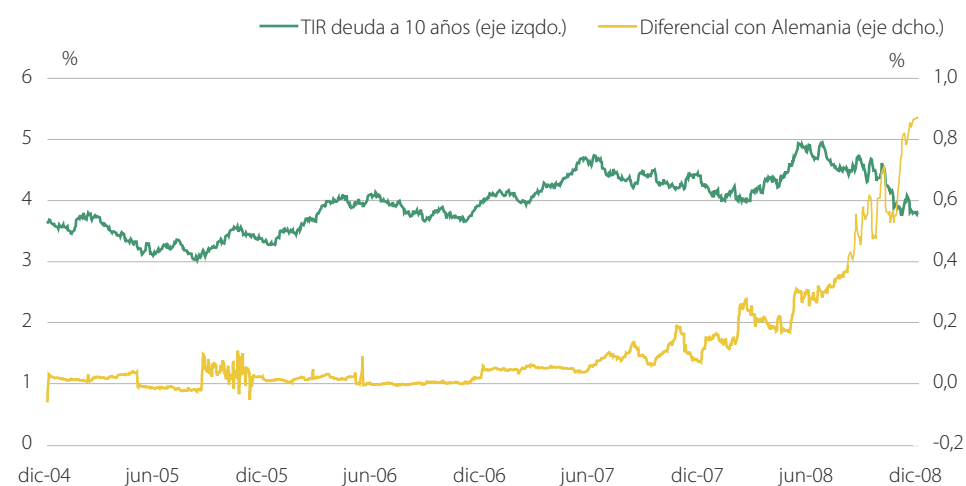
Como en otros países industrializados, el aumento de la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas se reflejó en un sustancial incremento de su actividad emisora en el mercado de renta fija, sobre todo por parte de la Administración central. Las emisiones brutas de deuda pública alcanzaron un importe de 124,4 millardos de euros, más del doble que en 2007, y las netas, que el año anterior habían sido negativas, 51,5 millardos. Las emisiones brutas de la Administración central, que supusieron algo más del 90% del total, aumentaron tanto en el segmento de corto plazo (letras del Tesoro) como en el de largo plazo (bonos y obligaciones), siendo la actividad emisora especialmente intensa a partir de septiembre. En cuanto al mercado secundario de deuda pública, el aumento del

saldo vivo y la preferencia de los inversores por la liquidez y los activos de bajo riesgo se tradujo en un fuerte incremento de la contratación en todas las modalidades del segmento de corto plazo (vencimiento a plazo y contado y operaciones con pacto de recompra y simultáneas). Sin embargo, en el segmento de largo plazo, que concentra el grueso de la contratación, ésta experimentó un sensible descenso, sobre todo en las operaciones de contado, durante los últimos meses del año, coincidiendo con el fuerte aumento de las emisiones en el mercado primario. En el capítulo 3 se analiza con mayor detalle la evolución del mercado de deuda pública nacional tanto en lo que se refiere al mercado primario como al secundario.

Los tipos de interés de la deuda pública siguieron, en líneas generales, la pauta temporal descrita para los principales países industrializados. La rentabilidad de las letras del Tesoro evolucionó al alza hasta el mes de julio, condicionada por la inflación y las expectativas de un mayor recurso al mercado a corto plazo por parte del sector público. Sin embargo, a partir del verano, el cambio de tendencia de la inflación y las expectativas de descenso del tipo de intervención por parte del BCE, junto al aumento de la aversión al riesgo y la preferencia por la liquidez de los inversores, presionaron fuertemente a la baja sobre los tipos de interés de las Letras. En cuanto a los bonos y obligaciones, su rentabilidad siguió una trayectoria alcista hasta mediados de año, para descender posteriormente, impulsada por la revisión a la baja de las expectativas de crecimiento de la economía. En conjunto, el descenso de rentabilidades de la segunda mitad del año fue más intenso en los plazos cortos que en los largos. Al cierre del ejercicio, el tipo de interés de las letras a un año se situaba en el 2,12%, mientras que el tipo de los bonos a 10 años lo hacía en el 3,96%. Como se aprecia en el gráfico 1.20, el diferencial de rentabilidad respecto a Alemania de la deuda a largo plazo continuó incrementándose. El diferencial siguió aumentando

Rentabilidad de la deuda española a largo plazo

GRÁFICO 1.20



Fuente: Datastream y elaboración propia.

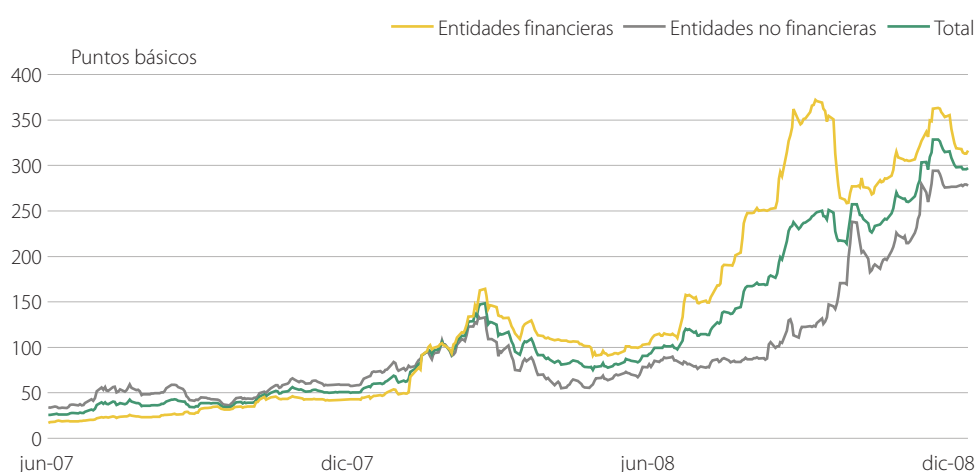
durante parte del mes de enero de 2009, alcanzando un máximo de 123 puntos básicos, en coincidencia con la revisión a la baja de la calificación de la deuda pública española (de AAA a AA⁺) por parte de Standard & Poors; a partir de ese momento, el diferencial tendió a moderarse, situándose algo por encima de los 80 puntos básicos al finalizar el mes de marzo.

Como se ha indicado, en 2008 se redujo de forma sustancial la captación de nuevos recursos mediante emisiones de deuda por parte del sector privado. En conjunto, las emisiones brutas de renta fija privada disminuyeron el 21,7%, alcanzando un importe cercano a los 589 millardos de euros, mientras que las emisiones netas cayeron un 64,5%, cifrándose en 80,5 millardos. La actividad emisora se concentró, como es habitual, en las instituciones financieras, cuyas emisiones brutas supusieron casi el 98% del total. El descenso de las emisiones brutas, que afectó a todos los instrumentos de corto y largo plazo, incluidos los pagarés de empresa, fue considerablemente menor en el segmento de titulización que en el resto (véase, por ejemplo, el cuadro 3.3). Debe señalarse, no obstante, que, en el caso de los bonos de titulización, el grueso de las emisiones fue adquirido por las instituciones financieras cedentes, con el objetivo de acumular activos susceptibles de ser utilizados como garantía en las operaciones de financiación con el BCE. En cuanto a la contratación en mercado secundario, el aspecto más destacable es el fuerte aumento del importe negociado en el principal mercado nacional de renta fija privada, AIAF. Dicho importe se incrementó casi en el 124% debido a las operaciones realizadas por el Tesoro Público desde el mes de marzo, fundamentalmente operaciones simultáneas sobre bonos de titulización a muy corto plazo. A partir de noviembre, también empezó a operar, como miembro de dicho mercado, el Fondo de Adquisición de Activos Financieros (véase el capítulo 3 para mayor detalle).

Como en el caso de la deuda pública, las rentabilidades de la renta fija privada en el mercado AIAF siguieron una senda ascendente, hasta septiembre para los pagarés de empresa y hasta el mes de julio para los bonos y obligaciones. Durante los últimos meses del año, dichas rentabilidades descendieron de forma significativa. El aumento de la percepción de riesgo se tradujo en un notable incremento del diferencial de rentabilidad respecto a los valores del Tesoro, mayor en el caso de los pagarés de empresa que en el de los bonos. Las primas de riesgo de los emisores españoles negociadas en los mercados de derivados de crédito experimentaron un aumento aún mayor, sobre todo durante el segundo semestre, debido al peso del sector financiero entre los emisores (véase el gráfico 1.21). El aumento de las primas se vio acompaña-

Prima de riesgo de los emisores españoles¹

GRÁFICO 1.21



Fuente: Markit.

1. Mercado de derivados de crédito. Todas las categorías de riesgo de crédito. Vencimiento 5 años. Media simple.

do de frecuentes revisiones a la baja de la calificación crediticia de algunas entidades financieras, basadas en su exposición al riesgo del mercado inmobiliario y a la evolución de la economía. Durante los dos primeros meses de 2009, tales revisiones fueron, asimismo, frecuentes y las primas de los CDS aumentaron con mayor intensidad.

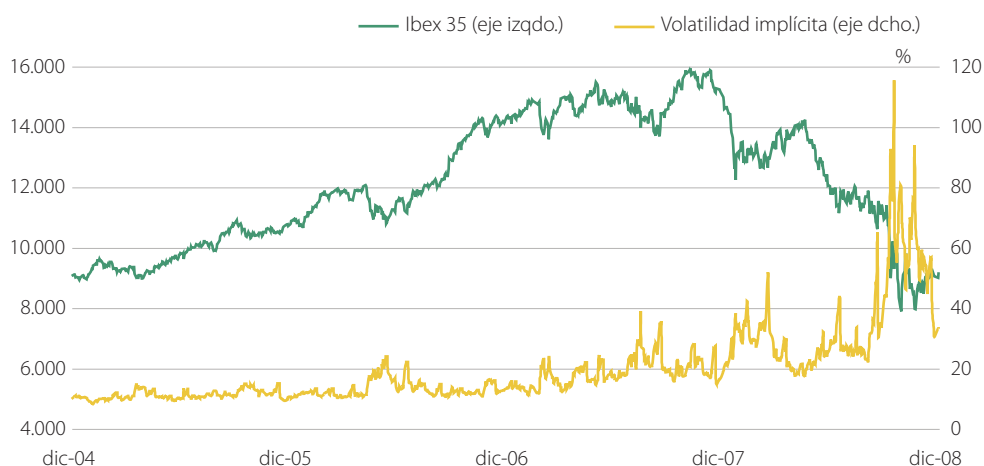
Caída de los precios de las acciones en línea con las principales bolsas europeas

Como ya se ha indicado, el índice Ibex 35 experimentó durante el pasado año una caída del 39,4%, la mayor de su historia en términos anuales. La trayectoria temporal del Ibex 35 fue similar a la de otros índices. Los descensos, claramente predominantes a lo largo del año, fueron especialmente pronunciados durante los periodos de mayor impacto de la crisis internacional del sector financiero (enero, mayo-julio y octubre). Cabe destacar, sobre todo, el drástico descenso del mes de octubre, cercano al 20%, en un contexto de desplome generalizado de las bolsas internacionales como consecuencia de la profunda desconfianza en el sector financiero y la incertidumbre sobre su futuro, que siguió a la quiebra y la intervención de grandes entidades financieras norteamericanas. Como puede apreciarse en el gráfico 1.22, la caída de octubre se vio acompañada por un fortísimo aumento de la volatilidad de los contratos sobre el índice negociados en MEFF, que llegó a superar en una sesión el 100%, frente a una media del 36% en 2008. La evolución del índice durante los tres primeros meses del año siguió siendo claramente negativa, en sintonía con las grandes bolsas internacionales, con un caída del 15% que reflejaba, esencialmente, la persistencia de la desconfianza global en el sistema financiero y el futuro de la economía.

Como se aprecia en el gráfico 1.23, la caída de los precios bursátiles afectó a todos los sectores, aunque con distinta intensidad. Los descensos más pronunciados correspondieron al sector financiero y a los sectores no financieros con una mayor exposición al ciclo económico, especialmente construcción, materiales, industria y determinados servicios de consumo, en particular, los relacionados con la hostelería y el turismo. El recorte de los precios fue, asimismo, más intenso en los valores de pequeña y mediana capitalización que en los grandes, como se refleja, por ejemplo, en la evolución de los índices Ibex específicos para estos tipos de valores y en el

Evolución del Ibex 35 y de su volatilidad implícita¹

GRÁFICO 1.22



Fuente: MEFF.

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

Mid 50 de la Bolsa de Barcelona (véase el cuadro 1.6). En cuanto a los valores latinoamericanos cotizados en Latibex, el índice más amplio (FTSE Latibex All-share) registró un descenso del 51,8%, que contrasta vivamente con el incremento, en un porcentaje ligeramente superior en términos absolutos, de 2007. La caída en el precio de estos valores fue muy acusada en el segundo semestre del año, reflejando un drástico empeoramiento de las expectativas sobre la economía latinoamericana.

Rentabilidad de los índices del mercado bursátil español (%)

CUADRO 1.6

	2007	2008	2008 (% trim.)			
			I	II	III	IV
Ibex 35	7,3	-39,4	-12,6	-9,2	-8,8	-16,3
IGBM ¹	5,6	-40,6	-12,4	-9,8	-9,5	-16,9
Barcelona	5,2	-41,8	-13,8	-9,8	-9,3	-17,5
Bilbao	2,1	-39,5	-12,8	-9,1	-10,7	-14,5
Valencia	7,2	-37,8	-12,4	-8,7	-8,3	-15,3
Ibex con dividendos	10,7	-36,5	-12,0	-8,1	-7,7	-15,0
Ibex Medium Cap	-10,4	-46,5	-9,8	-15,0	-14,5	-18,5
Ibex Small Cap	-5,4	-57,3	-13,6	-11,6	-23,1	-27,4
BCN-Mid 50 ²	-11,7	-53,1	-10,7	-13,1	-20,6	-23,8
FTSE Latibex All-share	57,8	-51,8	-10,5	14,5	-27,7	-34,9
FTSE Latibex Top	33,7	-44,7	-6,2	15,8	-25,3	-31,8
FTSE Latibex Brasil	64,0	-56,2	-11,2	22,5	-36,6	-36,5

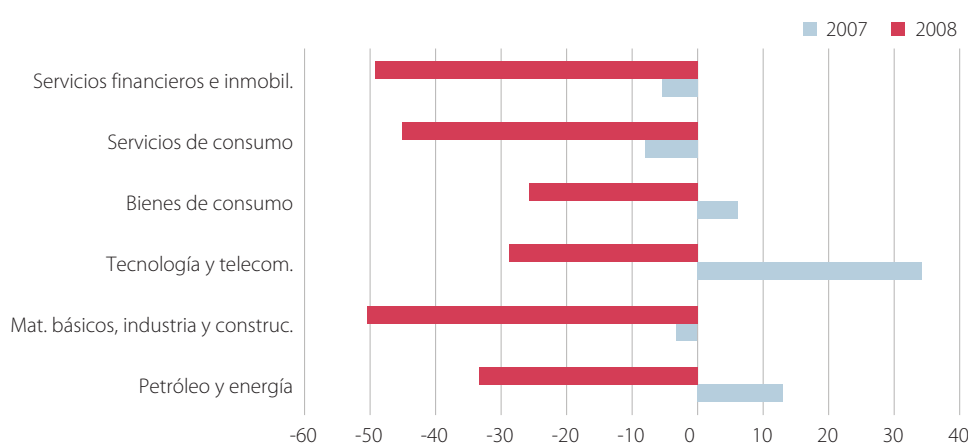
Fuente: Thomson Datastream, Reuters, Bolsa de Madrid y Sociedad de Bolsas.

1. Índice General de la Bolsa de Madrid.

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

Rentabilidad sectorial de la Bolsa de Madrid (%)

GRÁFICO 1.23



Fuente: Datastream y Bolsa de Madrid.

Aumento de los dividendos distribuidos en un contexto de descenso de los resultados

La desfavorable evolución del entorno económico y financiero tuvo un claro impacto negativo sobre la cuenta de pérdidas y ganancias de las empresas cotizadas. El resultado agregado disminuyó en torno al 7% respecto al año anterior para las

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 (%)
2001	8.474,4	42,0	217,2	8.733,6	2,0
2002	8.446,8	28,8	223,8	8.699,3	2,0
2003	9.411,5	2.480,8	273,0	12.165,2	3,7
2004	11.678,0	2.288,8	208,5	14.175,4	3,4
2005	14.435,7	4.463,8	224,0	19.123,5	3,8
2006	21.809,7	513,0	761,2	23.084,0	3,9
2007	23.338,9	126,6	—	23.465,5	3,2
2008	28.065,0	346,6	—	28.411,6	3,7

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

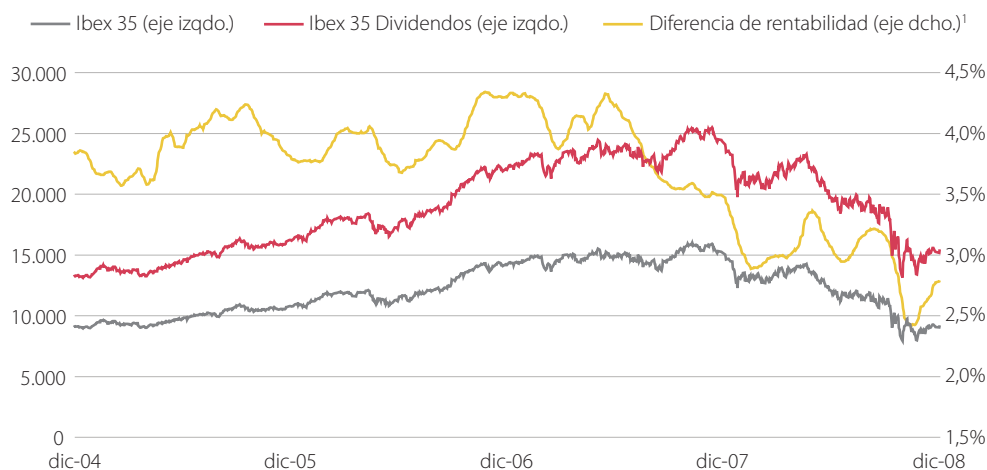
Fuente: Bolsas y Mercados Españoles (Revista Bolsa de Madrid, enero 2008) y elaboración propia.

empresas del Ibex 35 y el 28,3% para el total de las empresas cotizadas, lo que sugiere un mejor comportamiento, en cuanto a resultados, de las compañías de mayor tamaño. En el sector no financiero, el resultado de 2008 aumentó en el sector de la energía, gracias, fundamentalmente, a los beneficios generados en la venta de activos de Endesa, pero disminuyó de manera significativa en los sectores de industria, por una parte, y comercio y servicios, por otra, al tiempo que pasaba a ser negativo en los de construcción e inmobiliario. En conjunto, el resultado agregado de las empresas no financieras cotizadas disminuyó el 38,2% respecto a 2007. En el sector financiero, la disminución del resultado agregado fue menor, situándose en torno al 12%. Los cuadros 5 y 6 del Anexo I ofrecen un mayor detalle sobre la evolución de los resultados y su impacto en las ratios de rentabilidad, respectivamente.

A pesar del notable descenso de los resultados, las compañías cotizadas optaron por incrementar de un modo significativo, en torno al 20%, los dividendos distribuidos,

Evolución de los dividendos de las empresas pertenecientes al Ibex 35

GRÁFICO 1.24



Fuente: Sociedad de bolsas y elaboración propia.

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

probablemente con la intención de compensar parcialmente a los accionistas de la caída de los precios y emitir, al mismo tiempo, una señal positiva al mercado sobre las perspectivas de las compañías. Como puede apreciarse en el gráfico 1.24, la reinversión de los dividendos en el Ibex 35 hubiese supuesto un recorte en la caída del índice del 2,8%, aproximadamente, al cierre del ejercicio.

Descenso de la contratación bursátil, la capitalización, las ampliaciones de capital y las salidas a bolsa

La drástica caída de los precios afectó negativamente al importe de las transacciones en el mercado bursátil, determinando un descenso de la contratación cercano al 26%, en términos monetarios. Sin embargo, otros indicadores, como el número de títulos intercambiados, que se incrementó en el 8%, o el número de operaciones cruzadas, que aumentó el 7%, evidencian que la actividad en el mercado secundario de renta variable siguió siendo muy elevada, incluso superior a la del año anterior. La desfavorable evolución de los precios fue, asimismo, responsable del descenso de la capitalización, el 37,8% respecto al año anterior. No hubo compensación significativa a esta caída de la capitalización a través de las ampliaciones de capital y las salidas a bolsa. Respecto a las segundas, no se registró ninguna operación y las primeras descendieron fuertemente, tanto en lo que se refiere al número de operaciones como en el importe total.

1.3 Perspectivas del entorno económico y financiero

Las previsiones de los organismos internacionales apuntan hacia un escenario internacional caracterizado, en 2009, por la recesión económica, con distintos grados de intensidad, en los países industrializados y un crecimiento débil, cuando no negativo, en los países en desarrollo. Algunos pronósticos recientes apuntan, incluso, hacia el crecimiento negativo de la economía a escala mundial. Los escenarios más optimistas contemplan la posibilidad de que los primeros indicios de recuperación se produzcan en el segundo semestre del año, como consecuencia de las medidas adoptadas por las autoridades monetarias y fiscales para apoyar a la economía y el sistema financiero. En general, los pronósticos actuales coinciden en prever una cierta recuperación del crecimiento, de baja intensidad inicial, a partir de 2010.

La recuperación de la economía internacional requerirá, en todo caso, el restablecimiento de la confianza en el sector financiero, cuyo deterioro desde agosto de 2007 fue, sin duda, el principal elemento impulsor de la actual crisis económica. Durante los dos primeros meses de 2009, los mercados volvieron a reaccionar negativamente, con gran intensidad, ante la publicación de nuevos datos desfavorables sobre las entidades financieras norteamericanas y europeas y la incertidumbre sobre el alcance de la intervención de los gobiernos en apoyo de las mismas, poniendo de manifiesto la persistencia de un gravísimo problema que genera inestabilidad sistémica y constituye un lastre para la economía real. Durante los próximos meses es posible que siga siendo necesario mantener el apoyo financiero, directo o indirecto, del sector público a las entidades financieras (participación en el capital, préstamos con y sin garantía, avales, etc.), pero también será necesario avanzar en las reformas en materia de regulación y supervisión contempladas por los organismos internacionales para garantizar, a largo plazo, la confianza en el sistema financiero. En el capítulo 14 se resumen las principales iniciativas de los organismos internacionales en esta área.

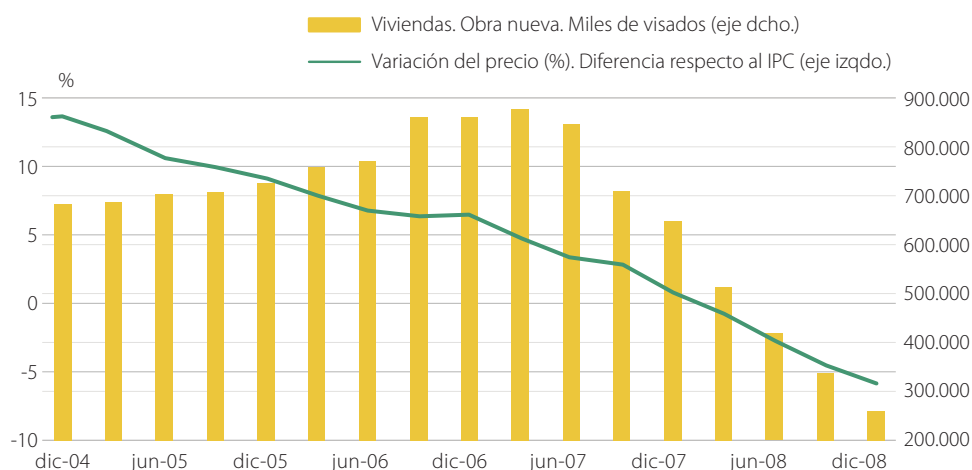
Como se ha indicado, la política fiscal ha adquirido un indiscutible protagonismo en las estrategias diseñadas por los gobiernos de los países industrializados para estimular la economía. Con estas medidas se pretende incidir en la actividad económica a corto plazo, compensando con gasto público la caída del gasto de consumidores y empresas o estimulándoles mediante reducciones de impuestos o ayudas financieras. Por tanto, su eficacia en el relanzamiento de la actividad debería poder verificarse en los próximos meses. Otra cosa es su efecto a más largo plazo. Así, un número creciente de analistas llama la atención sobre los efectos del cuantioso y simultáneo aumento de las emisiones de deuda pública en todo el mundo. En particular, se expresan dudas sobre la sostenibilidad del endeudamiento público en algunos países y se apunta la posibilidad de que el mercado revise significativamente al alza el coste de la deuda pública en los países con mayor desequilibrio fiscal y con mercados de deuda menos líquidos. A más largo plazo, se apunta también incertidumbre sobre la carga fiscal derivada de los programas actuales de gasto y el impacto del endeudamiento público en la financiación del sector privado.

En cuanto a la economía española, las previsiones actuales apuntan igualmente a una recesión que, según la Comisión Europea, puede ser algo más intensa y dura que en el resto de la zona euro. La recuperación de la economía nacional dependerá, necesariamente, de que ésta se produzca también a escala internacional, pero algunas características específicas de nuestra economía resultan condicionantes. En particular, la economía española tiene ya un elevado número de desempleados, muy superior al de los países de nuestro entorno, que probablemente se incrementará de forma significativa durante los próximos meses. Esta característica puede seguir ejerciendo una influencia negativa sobre las expectativas de los consumidores y favorecer el mantenimiento de un comportamiento de acentuada cautela en términos de gasto, al tiempo que puede contribuir al incremento de la morosidad en el sector bancario.

Una segunda característica que podría retrasar el proceso de recuperación en España es el comportamiento, aparentemente más rígido que en otras economías, de los precios inmobiliarios. A pesar de que, como se aprecia en el gráfico 1.25, los precios de este sector han seguido una clara trayectoria descendente durante los últimos meses, la cuantía del descenso no se corresponde todavía con las expectativas existentes. El retraso en el ajuste de estos precios puede suponer, a su vez, un retraso en

Mercado español de la vivienda. Producción y precios

GRÁFICO 1.25



la corrección del exceso de oferta en el sector y repercutir negativamente en la morosidad del sector bancario, en la propia actividad crediticia y en la generación de empleo y valor añadido tanto en el sector como en el conjunto de la economía.

España dispone, sin embargo, de algunos elementos de fortaleza para afrontar las dificultades de la economía durante los próximos meses. Uno de ellos es la situación del sistema bancario, que ha resistido las dificultades del entorno económico y financiero con mayor holgura que en otros países. Las medidas de apoyo financiero del sector público no han incluido, hasta ahora, la nacionalización o la participación directa en el capital de las entidades y su cuantía ha sido considerablemente menor. Un segundo factor, que puede favorecer el desarrollo de nuevas políticas activas contra la crisis, es el reducido nivel de endeudamiento del sector público, que seguirá siendo reducido en comparación con otros países incluso si se cumplen las predicciones más pesimistas respecto al incremento del déficit público. Esta circunstancia facilitará la financiación del Tesoro y limitará el efecto negativo de potenciales revisiones explícitas o implícitas del riesgo soberano.

II Mercados y emisores

Como se ha indicado en el capítulo 1, las dificultades del sector financiero y la evolución negativa de la economía se reflejaron en la evolución del mercado de renta variable español durante el pasado año. El índice selectivo Ibex 35 acumuló el mayor descenso anual de su historia, el 39,4%, en línea con el comportamiento de los principales índices bursátiles internacionales. El descenso afectó a todos los sectores, aunque fue más pronunciado en el financiero y en los más expuestos a la evolución del ciclo económico. En los momentos de mayor turbulencia, la caída de los precios vino acompañada de aumentos sustanciales de la volatilidad que, en el último trimestre del año, llegó a superar los niveles observados en otros momentos especialmente difíciles, como la crisis financiera de 1998 o los atentados terroristas de 2001.

La caída de las cotizaciones provocó que el volumen de contratación efectiva se redujese con respecto a 2007, año en el que alcanzó un máximo histórico, aunque tanto el número de operaciones como el número de valores intercambiados aumentaron de modo significativo. Así, por ejemplo, estos últimos aumentaron para 24 de los 35 valores pertenecientes al Ibex respecto a 2007. La evolución negativa del mercado se reflejó, también, en las salidas a bolsa, registrándose una única operación de este tipo durante el año. Asimismo, se produjo una sustancial reducción tanto en el número como en el volumen de contratación de las opas. Cabe señalar que en 2008 se aplicó por primera vez el nuevo marco regulador de las opas.

2.1 Tamaño del mercado

2.1.1. Capitalización bursátil

El valor de mercado de las empresas cotizadas en las bolsas españolas se situó en 476.031 millones de euros al cierre del ejercicio, lo que supone un descenso del 37,8%, un porcentaje cercano al de la caída de los índices bursátiles nacionales más representativos (véase cuadro 2.1). Las empresas nacionales del mercado continuo representaron el 98,7% de la capitalización total y las cotizadas en corros el 1,2%, correspondiendo el pequeño porcentaje restante a las empresas extranjeras del mercado continuo y a las cotizadas en el segundo mercado.

Como se aprecia en el cuadro 2.2, los bancos encabezaron las pérdidas en capitalización, seguidos de transportes y comunicaciones (por el peso de Telefónica) y energía y agua (por las bajadas de Iberdrola, Iberdrola Renovables y Endesa, menores en los tres casos a las del Ibex 35). Sin embargo, la disminución fue todavía más intensa, en términos relativos, en construcción e inmobiliarias, con descensos superiores

al 50%, en un año particularmente difícil para estos sectores. En particular, en el sector inmobiliario, seis de las empresas que lo componen perdieron entre el 75 y el 90% sobre su valor máximo de mercado en enero de 2007. También se observa en el cuadro 2.2 una drástica reducción de la capitalización del sector de la alimentación, aunque en este caso debe matizarse que la misma se produjo, en gran medida, por la salida de bolsa de Altadis, cuyo valor se situaba en 12.000 millones de euros en el momento de su exclusión.

Capitalización¹ de la renta variable en las bolsas españolas

CUADRO 2.1

Importe en millones de euros

	2005	2006	2007	2008	% var. 08/07
Total bolsas	595.353,1	728.698,5	764.751,6	476.031,7	-37,8
Mercado continuo	554.863,1	711.116,4	756.786,3	470.426,1	-37,8
Nacional	552.346,8	708.164,2	755.285,4	469.876,7	-37,8
Extranjero ²	2.516,3	2.952,2	1.501,0	549,4	-63,4
Corros³	40.045,9	17.189,4	7.678,4	5.495,7	-28,4
de los que SICAV ⁴	33.171,1	9.284,1	245,4	155,0	-36,8
Madrid	25.458,2	9.665,3	2.008,1	1.554,4	-22,6
Barcelona	9.573,2	6.285,8	4.657,8	3.609,8	-22,5
Bilbao	2.876,7	511,4	108,2	45,9	-57,6
Valencia	4.772,1	1.653,6	1.229,3	786,1	-36,1
2.º Mercado	444,2	392,7	286,8	109,9	-61,7

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 n.º 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.
4. Sólo incluye aquellas sociedades de inversión registradas como IIC admitidas en las bolsas.

La ausencia de ofertas públicas de venta, a excepción de la emisión de cuotas participativas de la Caja de Ahorros del Mediterráneo, no permitió mitigar por esta vía la pérdida de capitalización producida por los descensos de precios y exclusiones de cotización. La contribución de las ampliaciones de capital fue, asimismo, débil y de menor cuantía que el año anterior, como se analiza en el apartado 2.2.

Telefónica seguía siendo, al cierre del ejercicio, la primera empresa española por capitalización bursátil, seguida de Banco Santander y BBVA, suponiendo conjuntamente estas tres compañías el 34% del total. En general, el peso de las grandes compañías en la capitalización total tendió a aumentar reflejando fundamentalmente una caída de precios menor que en el resto de compañías. En 2008, seis compañías concentraban la mitad de la capitalización bursátil y 16 compañías el 75%, lo que implica que esos niveles de concentración se alcanzaron con menos compañías en comparación con 2007, como se observa en el cuadro 2.3. Las empresas incluidas en el Ibex 35 suponían el 85,3% de la capitalización total de la bolsa, en comparación con el 80,5% de 2007.

En comparación con los otros mercados europeos, las ratios de capitalización y contratación de las bolsas españolas sobre el PIB ponen de manifiesto que nuestro mer-

N.º de sociedades cotizadas y capitalización por sectores¹ CUADRO 2.2

Capitalización en millones de euros					
Sector	2007	2008	2007	2008	% var. 08/07
Petróleo	2	2	48.762,5	36.523,1	-25,1
Energía y agua	12	11	140.260,4	112.084,8	-20,1
Minería y metálicas básicas	9	9	8.429,4	4.622,2	-45,2
Cementos y mat. construcción	5	5	5.138,7	2.535,2	-50,7
Químicas	6	6	5.993,0	2.603,5	-56,6
Textil y papeleras	20	20	36.586,8	24.194,2	-33,9
Metal mecánica	17	17	16.527,6	9.299,0	-43,7
Alimentación	16	14	22.217,0	7.180,4	-67,7
Construcción	7	7	51.367,9	25.221,7	-50,9
Inmobiliarias	31	28	23.949,3	10.487,8	-56,2
Transportes y comunicaciones	6	6	129.732,9	90.680,5	-30,1
Otros no financieros	23	22	39.347,4	15.138,4	-61,5
Total sector no financiero	154	147	528.312,8	340.570,9	-35,5
Bancos	13	11	202.851,2	114.506,5	-43,6
Seguros	2	2	9.597,9	8.328,8	-13,2
Sociedades de cartera	12	12	23.715,3	12.447,6	-47,5
SICAV ²	8	4	274,3	177,8	-35,2
Entidades de financiación	0	0	0,0	0,0	—
Total sector financiero	35	29	236.438,7	135.460,8	-42,7
Total	189	176	764.751,6	476.031,7	-37,8

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 n.º de títulos que figura en Iberclear.
2. Incluye únicamente las SICAV que cotizan en las bolsas.

Concentración de la capitalización de la renta variable¹ CUADRO 2.3

	2007				2008			
	25%	50%	75%	100%	25%	50%	75%	100%
Total bolsas	2	7	20	189	2	6	16	176
Mercado continuo	2	6	19	142	2	6	15	136
Nacional	2	6	19	137	2	6	15	131
Extranjero ²	1	2	2	5	1	2	2	5
Corros	1	2	5	36	1	3	7	32
2.º Mercado	2	3	5	11	1	2	4	8

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 n.º de títulos que figura en Iberclear.

cado sigue siendo uno de los más importantes en relación con el tamaño de la economía. De hecho, durante el pasado año, las ratios indicadas sólo fueron superiores al mercado español en el de Londres, como puede apreciarse en el cuadro 2.4. Se estima que la pérdida acumulada por los mercados europeos en términos de capitalización desde agosto de 2007 hasta el cierre de 2008 fue de 16 billones de euros.

Capitalización y contratación bursátil en relación al PIB nominal

CUADRO 2.4

	%			
	Capitalización		Contratación	
	2007	2008	2007	2008
EEUU ¹	141,5	82,7	320,9	497,7
Nueva York	111,1	64,9	207,4	237,0
Tokio	93,8	64,0	147,4	114,8
Londres	139,7	65,9	372,0	228,5
Euronext ²	99,9	47,1	141,9	99,8
Alemania	59,3	30,4	129,5	106,2
Italia	47,4	22,4	108,7	65,5
España	74,3	56,3	157,6	144,9

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

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

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

Número de sociedades cotizadas en las bolsas española¹

CUADRO 2.5

	Total bolsas		Mercado continuo			Corros		Segundo mercado
	Total	Ex SICAV	Total	Nacional	Extranjeras	Sin SICAV	SICAV	
Admitidas a 31/12/07	189	182	142	137	5	29	7	11
Admitidas a 31/12/08	176	173	136	131	5	29	3	8
Altas en 2008	2	2	1	1	—	1	—	—
Nuevas admisiones	1	1	1	1	—	—	—	—
Altas por fusión	—	—	—	—	—	—	—	—
Cambio de mercado	1	1	—	—	—	1	—	—
Bajas en 2008	15	11	7	7	—	1	4	3
Exclusiones	8	6	3	3	—	1	2	2
Exclusiones por fusión	4	4	4	4	—	—	—	—
Cambio de mercado	3	1	—	—	—	—	2	1
Variación neta en 2008	-13	-9	-6	-6	0	0	-4	-3

Fuente: CNMV.

1. En los totales no se incluyen MAB, Latibex, ni ETF.

2.1.2. Sociedades cotizadas

Excluyendo las SICAV, al terminar diciembre de 2008 había un total de 173 empresas cotizadas en las bolsas españolas, nueve menos que en 2007. El mercado continuo contaba con 136 sociedades, seis menos que al finalizar el año anterior. Dentro de este mercado, tan sólo se dio de alta una sociedad, mientras que las bajas fueron siete. La admisión citada resultó especialmente significativa, al tratarse de la primera salida a bolsa de cuotas participativas emitidas por cajas de ahorro, en este caso la Caja de Ahorros del Mediterráneo. Respecto a las bajas, cabe destacar las de Altadis, Logista y Sogecable, consecuencia de las opas lanzadas por Imperial Tobacco sobre las dos primeras y por Prisa sobre la última. Asimismo, a finales de 2008, se produjo una importante operación de absorción de filiales protagonizada por el

Banco Popular que dio lugar a la exclusión de bolsa de Banco de Castilla, Banco de Crédito Balear, Banco de Galicia y Banco de Vasconia. En el cuadro 2.5 se ofrece información sobre movimientos de altas y bajas en corros y el segundo mercado.

Mercados y emisores
Mercados de renta variable

2.2 Admisiones, emisiones y ofertas públicas de venta

Las dificultades del entorno económico y financiero y la negativa evolución de los precios bursátiles crearon un contexto poco propicio para las salidas a bolsa. En 2008 tan sólo se registró una operación de este tipo, como ya se ha señalado, la oferta pública de venta que supuso la admisión a cotización de las cuotas participativas de la Caja de Ahorros del Mediterráneo. Esta OPV constó de tres tramos, uno minorista, que concentró el 65,6% del total, otro para inversores cualificados, que contó con el 31%, y el tercero destinado a empleados. Las cuotas, con un nominal de 2 euros cada una de ellas, fueron emitidas con una prima de 3,84 euros por unidad. La operación alcanzó un total de 292 millones de euros.

Durante 2008, los fondos captados por las empresas mediante ampliaciones de capital ascendieron a 16.339,7 millones de euros frente a los más de 67.000 millones captados en 2007. Las ampliaciones de capital sin desembolso en efectivo apenas superaron los 8.000 millones de euros, cifra que contrasta con los 48.901 millones de 2007. La más importante, cuyo valor de mercado superó los 4.000 millones de euros, tuvo su origen en la fusión de Itinere Infraestructuras (filial de Sacyr) y Europistas, que absorbió a la primera. La contraprestación a los accionistas de Itinere se realizó mediante una ampliación de capital de Europistas por valor nominal de 267 millones de euros. La segunda ampliación en importancia entre las que no exigían aportación monetaria fue la realizada por Banco Santander para financiar la compra del banco británico Alliance & Leicester, por un importe de 1.400 millones de euros. En cuanto a las ampliaciones con desembolso en efectivo, éstas alcanzaron un importe

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta¹

CUADRO 2.6

	Número de emisores			Número de emisiones		
	2007	2008	Var. 08/07	2007	2008	Var. 08/07
Ampliaciones de capital	40	25	-15	71	34	-37
De las cuales OPS ²	6	1	-5	8	1	-7
Con tramo nacional	6	1	-5	8	1	-7
Con tramo internacional	2	0	-2	2	0	-2
Ofertas públicas de venta (OPV)	7	1	-6	11	1	-10
Del tramo nacional	7	1	-6	11	1	-10
Del tramo internacional	2	0	-2	2	0	-2
Total	44	26	-18	82	35	-47
Pro memoria: salidas a bolsa						
Mediante OPV u OPS ²	10	2	-8	19	2	-17
Otras ³	4	—	—	4	—	—

Fuente: CNMV.

- Sólo se incluyen las operaciones que llegaron a realizarse, no las registradas que no se llegaron a realizar.
- Oferta pública de suscripción de derechos, previa renuncia de los accionistas a su derecho de suscripción preferente. El dato de 2008 incluye, junto con la admisión a cotización de las cuotas participativas de Caja de Ahorros del Mediterráneo, el ejercicio del *green shoe* de Laboratorios Rovi.
- En 2007, incluye las admisiones de Arcelor Mital (ex Arcelor), Reyal Urbis, Martinsa-Fadesa y Vértice 360.

de 7.474 millones de euros. Es especialmente destacable la ampliación realizada por el Banco Santander por importe de 7.194,6 millones de euros, que supuso la mayor ampliación de capital con desembolso monetario de la historia de la bolsa española.

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta¹: importe efectivo CUADRO 2.7

Importes en millones de euros			
	2007	2008	% var. 08/07
Ampliaciones de capital	67.581,8	16.339,7	-75,8
De las cuales OPS ²	8.502,7	292,0	-96,6
Con tramo nacional	4.821,3	292,0	-93,9
Con tramo internacional	3.681,4	0,0	—
Ofertas públicas de venta (OPV)	2.068,5	9,5	-99,5
Del tramo nacional	1.517,1	9,5	-99,4
Del tramo internacional	551,4	0,0	—
Total	69.650,3	16.349,2	-76,5
Pro memoria: salidas a bolsa			
Mediante OPV u OPS ²	10.571,2	301,5	-97,1
Otras ³	74.207,1	—	—

Fuente: CNMV.

1. Sólo se incluyen las operaciones que llegaron a realizarse, no las registradas que no se llegaron a realizar.
2. Oferta pública de suscripción de derechos, previa renuncia de los accionistas a su derecho de suscripción preferente. El dato de 2008 incluye, junto con la admisión a cotización de las cuotas participativas de Caja de Ahorros del Mediterráneo, el ejercicio del *green shoe* de Laboratorios Rovi.
3. En 2007, incluye las admisiones de Arcelor Mital (ex Arcelor), Reyal Urbis, Martinsa-Fadesa y Vértice 360.

2.3 Negociación

2.3.1. Negociación al contado

La contratación bursátil alcanzó un importe de 1,23 billones de euros en 2008, lo que supone un descenso del 26% respecto al año anterior. La contratación media diaria fue disminuyendo a lo largo del año, desde los 8.308 millones de euros del mes de enero hasta los 3.209 millones del mes de diciembre. La caída del importe contratado reflejó, fundamentalmente, el descenso de los precios. Así se desprende de la evolución del número de valores negociados, que se incrementó en más de la mitad de los valores del Ibex y se situó en 120.000 millones de títulos, con un aumento del 8% respecto a 2007. En el mismo sentido abunda la ratio de rotación, calculada como el cociente entre la contratación y la capitalización. Como se aprecia en el gráfico 2.1, este indicador de actividad experimentó un moderado aumento durante el pasado año. Los datos correspondientes a los primeros meses de 2009 apuntan a una caída de la contratación en términos de volumen y no sólo en términos monetarios. El importe contratado descendió un 57% respecto al mismo periodo del año anterior, un porcentaje claramente superior al de la caída de los precios durante el periodo.

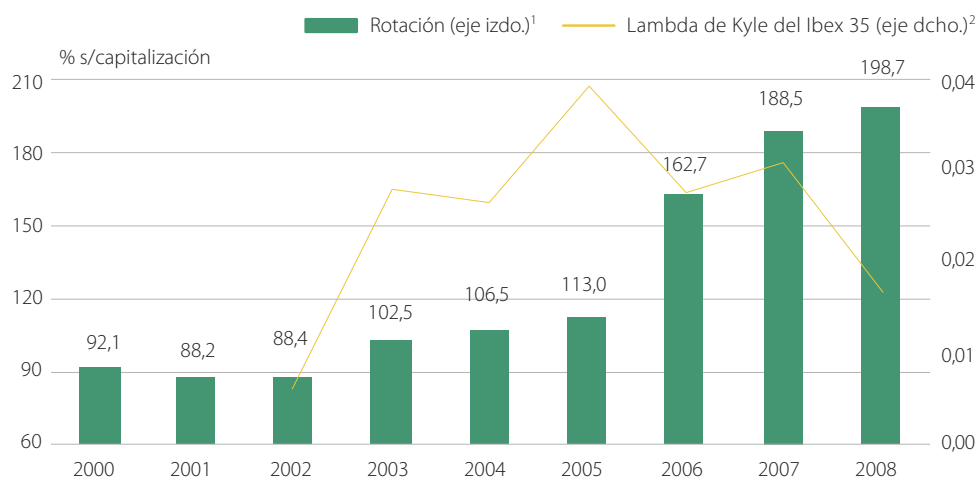
Algunos indicadores, como la Lambda de Kyle (véase el gráfico 2.1) o el diferencial entre los mejores precios de compra y venta (*bid-ask spread*), sugieren un empeoramiento de las condiciones de liquidez del mercado a lo largo del año, especialmente en el último trimestre. Los datos más recientes apuntan, sin embargo, a una cierta mejora, en coincidencia con una reducción de la volatilidad.

Liquidez en el mercado continuo

GRÁFICO 2.1

Mercados y emisores

Mercados de renta variable



Fuente: Sociedad de Bolsas y CNMV.

1. Ratio porcentual entre contratación total anual sobre promedio mensual de la capitalización.

2. Porcentaje de la capitalización necesario para alterar en un 1% el índice Ibex 35.

La práctica totalidad de la negociación (99,8%) se realizó en el mercado continuo (véase cuadro 2.8). El efectivo medio negociado por sesión se redujo a 4.837 millones de euros desde los 6.535 del año anterior. El número de operaciones fue de 36,9 millones, un 7% superior a la cifra de 2007. El efectivo medio por operación fue de 33.262 euros en 2008 frente a los 47.866 euros de 2007. Este descenso (30%) debe atribuirse, principalmente, a la caída de las cotizaciones.

Al margen del mercado continuo, cabe destacar el nuevo y considerable descenso de la negociación en corros y el aumento de contratación en fondos de inversión cotizados (ETF), en línea con lo que viene sucediendo en este segmento del mercado desde su creación en 2006.

Dentro del mercado continuo, el grueso de la contratación se produjo en la modalidad de sesión, fundamentalmente a través de órdenes y operativa de bloques (véase cua-

Contratación de la renta variable en las bolsas españolas

CUADRO 2.8

Importes en millones de euros

	2004	2005	2006	2007	2008	% Var. 08 / 07
Total bolsas	641.742,37	853.588,12	1.149.930,31	1.654.702,11	1.228.631,52	-25,75
Mercado continuo	636.527,38	847.663,72	1.144.562,88	1.653.354,83	1.228.392,36	-25,70
Nacional	630.361,68	832.548,61	1.133.012,61	1.645.855,52	1.226.985,25	-25,45
Extranjero	6.165,69	15.115,11	11.550,28	7.499,31	1.407,11	-81,24
Corros	5.193,68	5.898,46	5.318,15	1.154,43	207,46	-82,03
Madrid	3.316,03	3.671,08	3.231,49	515,51	94,43	-81,68
Bilbao	212,65	241,69	403,08	5,22	0,10	-98,16
Barcelona	1.123,63	1.560,22	1.192,26	444,37	106,96	-75,93
Valencia	541,38	425,47	491,32	189,33	5,97	-96,85
2.º Mercado	21,31	25,94	49,28	192,85	31,71	-83,56
ETF	—	—	1.827,06	4.664,48	6.938,09	48,74
Mdo alternativo bursátil	—	—	1.814,19	6.985,21	7.060,34	1,08
Latibex	366,42	556,73	723,28	868,23	757,74	-12,72

Fuente: CNMV.

dro 2.9). La segunda es especialmente utilizada por grandes inversores institucionales extranjeros. Respecto a otras modalidades de contratación, cabe destacar la fuerte caída de la negociación de OPV, comentada en el apartado anterior, y el incremento de las operaciones de cobertura, probablemente vinculadas a la operativa realizada en los contratos de futuros sobre acciones individuales de MEFV Renta Variable.

Como en el caso de la capitalización, se produjo un incremento de la cuota de los grandes valores en la contratación total (véase el cuadro 2.10). Los tres con mayor volumen de negociación (Banco Santander, Telefónica y BBVA) superaron, en conjunto, más de la mitad del importe total negociado y bastaron siete valores para alcanzar el 75%.

Contratación según modalidades en el mercado continuo¹

CUADRO 2.9

Importes en millones de euros

	2004	2005	2006	2007	2008	% Var. 08/07
En sesión	599.874,16	798.934,52	1.080.120,49	1.577.249,52	1.180.835,86	-25,13
Órdenes	353.532,04	488.416,30	658.891,08	985.087,62	774.718,09	-21,36
Aplicaciones	71.360,13	82.403,14	105.899,37	155.085,09	105.673,87	-31,86
Bloques	174.981,99	228.115,08	315.330,05	437.076,80	300.443,90	-31,26
Fuera de hora	26.037,32	27.863,00	11.648,76	18.301,45	10.175,15	-44,40
Autorizadas	1.367,17	4.773,43	4.052,07	4.189,58	3.183,17	-24,02
Operaciones LMV art. 36.1	826,00	1,33	6.439,69	0,00	0,00	—
Opa	1.698,82	6.682,77	18.094,55	26.284,25	17.461,18	-33,57
OPV	3.057,16	226,35	3.263,99	11.177,45	292,00	-97,39
Tomas de razón	278,50	2.298,89	10.347,91	2.954,39	1.066,80	-63,89
Ejercicio de opciones	3.388,25	5.268,01	8.279,81	10.240,38	9.661,89	-5,65
Operaciones de cobertura	—	1.615,44	2.315,62	2.957,82	5.716,32	93,26

Fuente: CNMV.

1. No incluye datos para Latibex, MAB ni ETF.

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

CUADRO 2.10

N.º de empresas necesarias para alcanzar un determinado porcentaje²

	2007				2008			
	25%	50%	75%	100%	25%	50%	75%	100%
Total bolsas³	2	4	9	560	2	3	7	184
Mercado continuo	2	4	9	151	2	3	7	143
Nacional	2	4	9	144	2	3	7	138
Extranjeras	1	1	2	7	1	2	2	5
Corros	2	4	13	399	1	2	5	32
2.º Mercado	1	2	4	10	1	2	3	9
ETF	2	3	4	21	1	2	5	34
MAB	22	94	293	3.241	21	104	329	3.274
Latibex	3	5	12	33	2	5	10	33

Fuente: CNMV.

1. No incluye Latibex, MAB ni ETF.

2. Número total de sociedades sobre cuyas acciones hubo contratación efectiva en el año en cada mercado.

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.

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, así como crédito en efectivo para las compras. La operativa conocida como crédito al mercado, que incluye tanto crédito en valores como crédito en efectivo, es utilizada normalmente por los inversores minoristas y se circunscribe a los valores del Ibex 35. La operativa conocida como préstamo de valores es utilizada, sobre todo, por inversores institucionales y abarca un conjunto de valores más amplio, incluidos los valores cotizados en Latibex y los ETF.

Dentro del crédito al mercado, las compras a crédito se redujeron de manera significativa en 2008 como consecuencia del descenso de los precios. A través de esta modalidad, se compraron 9,8 millones de acciones, lo que supone una caída del 49%. Por el contrario, y favorecido por el descenso del Ibex 35, las ventas a crédito experimentaron un notable crecimiento, pasando de 27,3 millones de títulos en 2007 a 49,3 en 2008. Los valores más activos en esta modalidad fueron Banco Santander y BBVA.

En cuanto al préstamo de valores, la contratación se situó en 584 millardos de euros y el saldo vivo al cierre del ejercicio en 43,6 millardos, lo que supone un fuerte descenso respecto al año anterior en ambos casos, como se aprecia en el cuadro 2.11. Sin embargo, la caída refleja, fundamentalmente, la evolución de los precios, ya que el número de acciones afectado por constituciones y cancelaciones de préstamos fue similar al del año anterior. Telefónica, Banco Santander y BBVA fueron los tres valores con mayor nivel de actividad en el préstamo de valores.

Una de las iniciativas supervisoras más destacables de 2008 fue la adopción, a escala internacional, de diferentes medidas en relación con la toma de posiciones cortas sobre valores financieros (véase recuadro en el capítulo 10), posiciones que pueden materializarse a través del préstamo de valores, entre otras posibilidades. En el caso de España, la CNMV recordó la prohibición de efectuar ventas en corto descubiertas, es decir ventas sin poseer las acciones ni directamente ni mediante préstamo, y

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
2000	4,4	151,4	12.102,0	87.406,4
2001	8,5	174,1	20.141,4	89.606,0
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
2008	20,7	624,9	43.647,8	583.950,8

Fuente: CNMV.

1. Operaciones realizadas al amparo de la Orden de 25/03/1991, sobre sistema de crédito en operaciones bursátiles de contado.
2. Reguladas en la Ley del Mercado de Valores, artículo 36.7 y la Orden ECO/764/2004.
3. Saldo total menos el importe represtado.

se obligó temporalmente a publicar las posiciones vendedoras netas superiores al 0,25% del capital en empresas del sector financiero.

Crédito para compra de valores¹

CUADRO 2.12

Importes en millones de euros		
	Saldos vivos	Contratación
2000	54,7	1.121,3
2001	43,1	534,1
2002	31,5	382,9
2003	32,8	346,1
2004	46,7	401,8
2005	52,3	465,0
2006	70,1	511,9
2007	59,4	411,3
2008	7,0	154,7

Fuente: CNMV.

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

2.4 Ofertas públicas de adquisición de valores

La desfavorable evolución de las expectativas económicas y las dificultades para obtener financiación desincentivaron en 2008 la realización de grandes operaciones corporativas de adquisición y fusión. Como se aprecia en el cuadro 2.13, la CNMV tramitó un número de opas sustancialmente menor que el año anterior, siendo también muy inferior su importe potencial promedio. Todas las ofertas presentadas fueron autorizadas y alcanzaron un resultado positivo. Sus principales características se comentan a continuación (véase también el Anexo II.8).

Ofertas públicas de adquisición de valores

CUADRO 2.13

Importes en millones de euros					
	2004	2005	2006	2007	2008 ¹
Autorizadas²					
Número	9	13	21	16	6
Importe potencial opas	2.048	7.511	62.615	48.939	3.658
Importe potencial operaciones ³	—	—	—	49.215	3.781
Realizadas⁴					
Número	9	9	16	16	6
Importe opas	1.973	6.822	18.997	43.179	3.319
Importe operaciones ³	—	—	—	43.455	3.442

Fuente: CNMV.

1. No se incluye la oferta por exclusión de Aguas de Valencia presentada en 2008 cuya tramitación no se completó en este año, ni la oferta sobre Inbesòs no admitida a trámite por falta de garantía.

2. Autorizadas en el ejercicio.

3. Importe potencial de las opas más volumen efectivo de las adquisiciones previas correspondientes a cada operación. Hasta 2006, ambas cifras coinciden porque el sistema de opas era "a priori", es decir, la opa tenía que formularse antes de alcanzar la participación de control.

4. Todas las autorizadas en el ejercicio, aunque finalicen en el siguiente, sin incluir las de resultado negativo o desistimiento.

En cuatro operaciones los oferentes alcanzaron previamente el control de las respectivas sociedades cotizadas y, por tanto, las opas tuvieron carácter obligatorio. En consecuencia, se formularon con contraprestación en efectivo, al precio equitativo que determina la normativa, sobre la totalidad de las acciones y sin condiciones para su eficacia. Así, la opa de Gepro 21 S.L. sobre Celo¹ se realizó tras la toma previa del control por parte del oferente. Las ofertas sobre Metrovacesa y Sogecable se produjeron en aplicación del Real Decreto 1066/2007, que establece la obligación de lanzamiento en caso de producirse determinados incrementos de la participación en una sociedad cotizada por parte de quienes tuviesen, a la entrada en vigor de la actual regulación de opas, una participación situada entre el 30% y el 50% de la misma. En el caso de Metrovacesa, el accionista que formuló la opa sobre la compañía había incrementado su participación de forma sobrevenida después de una reducción de capital realizada a través de otra opa, mientras que, en el caso de Sogecable, el accionista de referencia aumentó su participación por encima del 50% mediante adquisiciones. La cuarta operación motivada por una toma de control previo fue la de Logista, también desencadenada por un aumento sobrevenido de la participación del oferente.

Las dos operaciones restantes fueron las formuladas sobre Estabanell y Pahisa, por exclusión de cotización, y Plárrega Invest, de carácter voluntario.

Importe de las operaciones

Como se ha indicado, las operaciones se caracterizaron por su reducido importe en comparación con años anteriores. La de mayor cuantía fue la opa de Prisa sobre Sogecable con un volumen efectivo potencial de 1.920 millones de euros (2.035 millones de euros incluyendo las acciones adquiridas antes de la opa).

Acuerdos sobre la oferta

Tres opas, las formuladas sobre Celo, Sogecable y Plárrega Invest, contaron con acuerdos entre el oferente y algunos accionistas de la sociedad afectada para transmitir sus acciones. La primera se produjo tras la adquisición por el oferente del 92,05% del capital al accionista de control. En la segunda, el oferente, una vez presentada la opa y antes de su autorización, incrementó su participación por encima del 50% como consecuencia del acuerdo con un accionista titular del 2,95% del capital. Finalmente, en la formulada sobre Plárrega Invest varios accionistas titulares del 94,20% pactaron con el oferente su transmisión durante la opa.

Compraventa forzosa y exclusión bursátil

Las ofertas sobre Logista y Sogecable recibieron una aceptación superior al 90% de los valores a los que se dirigían. Este resultado, junto con las participaciones previas, permitió a los respectivos oferentes superar el 90% del capital de cada una de dichas compañías y ejercer el derecho de venta forzosa previsto en la normativa. En ambos casos los precios de compra igualaron a los de las ofertas previamente realizadas.

1. Compañía española para la fabricación mecánica del vidrio, procedimientos Libbey-Owens S.A.

Una vez finalizado el procedimiento de venta forzosa, las compañías quedaron excluidas de bolsa.

Otra compañía que dejó de cotizar en bolsa fue Estabanell y Pahísa, a consecuencia de una opa de exclusión, como ya se ha indicado, mientras que la sociedad Celo se encuentra actualmente en proceso de exclusión.

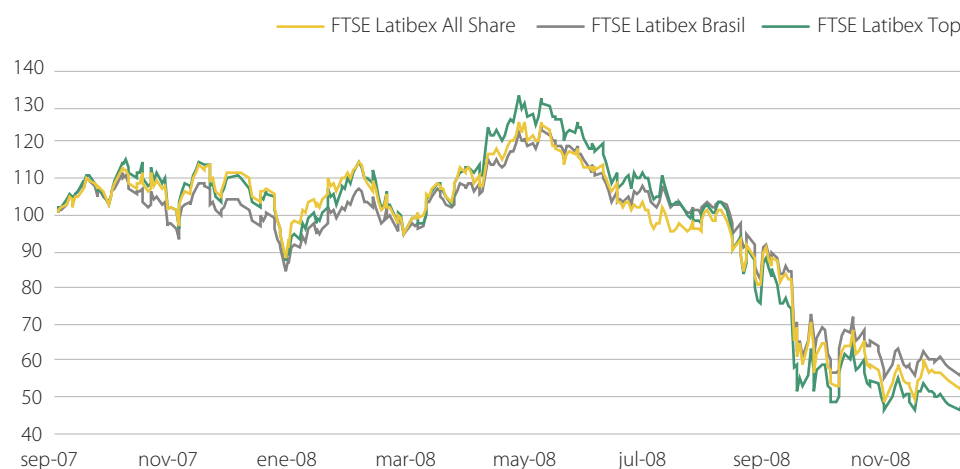
2.5 Sistemas organizados de negociación

2.5.1. Latibex

La evolución de las cotizaciones en Latibex, el mercado en euros para valores latinoamericanos, durante 2008 puede dividirse en dos etapas claramente diferenciadas. En la primera, hasta el mes de julio, se mantuvo la tendencia alcista de 2007, apoyada en el aumento del precio de las materias primas y en el dinamismo de la economía latinoamericana, sobre todo en Brasil y México. A partir del mes indicado, las economías latinoamericanas acusaron fuertemente el descenso de las importaciones de los países desarrollados, al tiempo que se invertía la evolución de los precios de las materias primas, propiciando una fuerte corriente desinversora en los mercados de la región que se hizo también patente en Latibex.

Evolución del FTSE Latibex All Share

GRÁFICO 2.2



Fuente: Bolsa de Madrid.

Al finalizar 2008, Latibex contaba con 35 empresas cotizadas, en su mayoría de Brasil y México. Durante el año se incorporó al mercado la empresa mexicana Telmex Internacional y no se produjo ninguna exclusión. La negociación disminuyó el 12,7% y la capitalización el 32,9%. Los sectores de petróleo (Petrobras), comunicaciones (Telmex) y minería y metálicas básicas concentraron una parte sustancial tanto de la negociación como de la capitalización.

2.5.2. Mercado Alternativo Bursátil

En 2008 se desarrollaron dos nuevos segmentos del MAB, uno para empresas en expansión y otro para sociedades de inversión libre. Estos dos segmentos se unían a los ya

Sociedades cotizadas en Latibex por países

CUADRO 2.14

Mercados y emisores

Mercados de renta variable

Importes en millones de euros

País	N.º de empr		Capitalización			Contratación		
	2007	2008	2007	2008	% var.	2007	2008	% var.
Argentina	2	2	1.141,4	946,2	-17,1	3,7	0,6	-84,8
Brasil	15	15	324.889,5	145.536,2	-55,2	555,6	517,3	-6,9
Chile	4	4	20.395,9	17.451,0	-14,4	72,9	56,4	-22,6
Costa Rica	1	1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Méjico	9	10	79.697,6	122.718,2	54,0	174,7	160,6	-8,1
Perú	1	1	987,0	165,2	-83,3	36,0	13,9	-61,3
Puerto Rico	1	1	283,6	372,2	31,2	25,0	8,9	-64,5
Venezuela	1	1	378,6	0,0	-100,0	0,3	0,0	-100,0
Total	34	35	427.773,6	287.188,9	-32,9	868,2	757,7	-12,7

Fuente: CNMV.

existentes para la negociación de SICAV, que contaba con 3.347 sociedades al cierre del ejercicio, para sociedades y fondos de capital riesgo, donde sigue cotizando un único fondo, y para empresas en expansión, que todavía no contaba con ninguna sociedad.

Las sociedades cotizadas en el segmento de SICAV alcanzaron un valor de mercado de 24.606 millones de euros al finalizar el año, lo que supone un 40,9% menos que en 2007. La contratación total del segmento alcanzó un importe de 7.060 millones de euros, cifra similar a la del año anterior. Durante el año se produjo la incorporación de 146 nuevas SICAV. Al finalizar el ejercicio, sólo tres sociedades de este tipo continuaban cotizando en el mercado de corros de la bolsa.

Respecto al segmento de sociedades de inversión libre, se completó su regulación con la publicación, por parte de las bolsas, de la Circular 5/2008. Entre las normas previstas, cabe destacar que las IIC deberán remitir al MAB el cálculo del valor liquidativo con la periodicidad especificada en el folleto, estando contemplada la posibilidad de que no se efectúen reembolsos en todas las fechas de cálculo de dicho valor. También se obliga a los miembros del MAB a establecer controles para que en la suscripción o adquisición de participaciones se respete el desembolso mínimo inicial de 50.000 euros.

En cuanto al segmento para empresas en expansión, cuyo objetivo es facilitar el acceso a la financiación, a través del mercado de valores, a pequeñas y medianas empresas, cabe destacar la creación de la figura del asesor registrado, cuya finalidad será asesorar a las empresas en el cumplimiento de los requisitos de información necesarios para iniciar y mantener la cotización en este segmento del MAB. Al cierre del ejercicio había un total de 20 entidades registradas como asesoras en este segmento, entre las que se cuentan sociedades de valores, auditoras, consultoras y empresas de asesoramiento financiero. También se debe reseñar que en 2008 se introdujo la figura del proveedor de liquidez, que ayudará a buscar contrapartidas y contribuirá a una formación más eficiente de los precios.

2.6 Fondos de inversión cotizados

Los ETF cumplieron su segundo año en el mercado español. Desde su lanzamiento, han crecido tanto en número de fondos como en patrimonio gestionado, aunque el

número de gestoras sigue siendo reducido. Al finalizar el ejercicio había 30 fondos cotizados, todos ellos pertenecientes a las gestoras de los grupos BBVA y Société Generale, con una amplia gama de índices subyacentes en términos de países, sectores, valores y estrategias. El 19 de septiembre fueron excluidos de cotización, a petición de la gestora Flame, perteneciente al Banco Santander, cuatro fondos. Una de las novedades del año vino dada por el lanzamiento del primer ETF bajista o inverso del mercado español, cuyo subyacente es el DJ Stoxx 600. Est  previsto que el primer fondo cotizado inverso sobre el Ibex 35 comience a negociar a lo largo de 2009.

Los activos bajo gestión (patrimonio) de los fondos cotizados en el SIBE ascendían a 10.629 millones de euros a finales de 2008, lo que supone un incremento del 65% respecto al año anterior. El grueso de este importe corresponde a los fondos gestionados por Lyxor, del grupo Société Generale, que también est n admitidos en otros mercados europeos. En Europa el patrimonio total de los ETF alcanzó un importe de 198.520 millones de euros, el 11% más que en 2007.

La contratación ascendió a 6.938 millones de euros, un 48% superior a la del pasado año. Los dos fondos con mayor volumen de negociación fueron AFI Monetario Euro y Acción FTSE Latibex Top, ambos de BBVA, que concentraron el 41% y el 14% del total, respectivamente. Aproximadamente, seis de los 30 fondos cotizados concentraron el 94% de la contratación total.

Como en otros países de nuestro entorno, la crisis financiera y la adversa evolución de la economía afectaron de modo significativo a la actividad en los mercados de renta fija. Las emisiones del sector privado, donde las instituciones financieras tienen un marcado protagonismo, descendieron de forma notable, como se aprecia en el cuadro 3.1, evidenciando tanto el deseo de las entidades emisoras de reducir su endeudamiento como el aumento en la percepción de riesgo por parte de los inversores. No obstante, las emisiones de titulización siguieron siendo elevadas, al ser adquiridas, en gran parte, por las entidades de crédito cedentes de los activos titulizados, por su utilidad como garantía en las operaciones de financiación con el Banco Central Europeo. En contraste con la renta fija privada, las emisiones de deuda pública experimentaron un fuerte crecimiento, impulsado fundamentalmente por la actividad emisora de la Administración Central del Estado.

Emisiones brutas y saldos vivos: distribución por emisores

CUADRO 3.1

Importe nominales en millones de euros

	Importe ¹		Variación (%)		Pro memoria: UEM	
	2007	2008	07/06	08/07	2008	% var. 08/07
Emisiones brutas	812.927	713.265	18,0	-12,3	14.088.500	3,3
Administraciones Públicas	60.139	124.423	-11,7	106,9	2.220.100	44,9
Instituciones financieras	743.567	579.324	21,4	-22,1	10.675.000	-1,1
Sociedades no financieras	9.221	9.518	12,2	3,2	1.193.400	-8,9
Emisiones netas	222.374	131.928	-0,7	-40,7	1.133.100	12,9
Administraciones Públicas	-4.362	51.474	-59,5	—	389.400	196,8
Instituciones financieras	224.710	78.610	-0,4	-65,0	699.900	-14,9
Sociedades no financieras	2.026	1.843	104,0	-9,0	43.800	-11,5
Saldos vivos	1.291.346	1.421.619	20,0	10,1	13.140.200	8,9
Administraciones Públicas	337.995	389.996	-1,4	15,4	5.239.600	8,1
Instituciones financieras	939.729	1.016.188	30,2	8,1	7.199.400	9,8
Sociedades no financieras	13.622	15.435	17,4	13,3	701.200	6,1

Fuente: Banco de España, CNMV y BCE.

1. Incluye emisiones efectuadas dentro y fuera de España.

En los mercados secundarios, el mercado de deuda pública en anotaciones fue nuevamente el más importante en cuanto al volumen negociado. Dentro de este mercado, el segmento de corto plazo (letras del Tesoro) experimentó un significativo crecimiento tanto en las operaciones a vencimiento como en repos y operaciones simultáneas, poniendo de manifiesto la preferencia de los inversores por activos

muy líquidos y de elevada calidad crediticia. En cambio, la contratación en el segmento de largo plazo (bonos y obligaciones del Estado) experimentó un fuerte retroceso, paralelo a una significativa ampliación de la prima de riesgo soberano. Como se ha comentado en el capítulo 1, en enero de 2009 S&P revisó a la baja el *rating* del Reino de España, mientras que las otras dos grandes agencias de calificación lo mantuvieron en el nivel máximo.

En los mercados secundarios de renta fija privada cabe destacar, sobre todo, el fuerte aumento de la contratación de operación simultánea en AIAF, consecuencia, en gran medida, de las operaciones realizadas por el Tesoro en dicho mercado, concentradas en el segmento de bonos de titulización. La contratación en los otros dos tipos de operaciones, a vencimiento y repos, disminuyó de forma significativa. También cabe señalar que, a partir de noviembre, el Fondo de Adquisición de Activos Financieros (FAAF) empezó a operar en AIAF como miembro del mercado. En cuanto al mercado bursátil de renta fija, el volumen de contratación siguió siendo reducido en comparación con AIAF, concentrándose casi toda la actividad en la Bolsa de Barcelona y, dentro de ésta, en la negociación de deuda autonómica catalana.

3.1 Deuda pública

3.1.1. Mercado primario

Las emisiones brutas de las administraciones públicas alcanzaron un importe de 124.423 millones de euros, más del doble que el año anterior (véase el cuadro 3.1). El grueso del aumento provino de la Administración Central del Estado, cuyas emisiones pasaron de 52.091 millones de euros en 2007 a 112.610 en 2008. Las emisiones brutas de las comunidades autónomas aumentaron un 19,2%, hasta alcanzar los 9.035 millones de euros.

Dentro del ámbito de la Administración Central del Estado, el fuerte desfase entre ingresos y gastos asociado a la evolución negativa de la economía y a las políticas de estímulo fiscal desarrolladas para paliar sus efectos hizo que las previsiones iniciales de emisión del ejercicio resultasen muy insuficientes. Así, en el segmento de largo plazo (bonos y obligaciones del Estado), las emisiones brutas alcanzaron un importe de 59.953 millones de euros, frente a una previsión inicial de 28.800 millones, de magnitud ligeramente inferior a las amortizaciones previstas. En el segmento de corto plazo (letras del Tesoro), la emisión neta se situó en 19.630 millones de euros, frente a una previsión inicial de 1.300 millones. En conjunto, las emisiones netas del Estado alcanzaron un importe de 48.993 millones de euros, frente a los 800 millones inicialmente previstos.

El aumento del saldo vivo de las letras del Tesoro recaló en gran medida en la cartera de los inversores extranjeros, cuya posición en este instrumento se incrementó en 6.717 millones de euros. En cuanto a la inversión en bonos y obligaciones del Estado, destacó el aumento en las carteras de administraciones públicas y resto del mundo, por importes de 8.022 y 28.144 millones de euros, respectivamente, así como el descenso de la posición mantenida por IIC y fondos de pensiones, por importes de 7.858 y 5.018 millones, respectivamente.

En los anexos II.11 y II.12 se ofrece un mayor detalle de la evolución de las emisiones brutas y netas.

3.1.2. Mercado secundario

El mercado de deuda pública anotada sigue siendo, por volumen negociado, el mayor de los mercados organizados de valores españoles. En este mercado se distinguen dos grandes ámbitos de negociación: la contratación entre las entidades titulares de cuenta y la contratación de las entidades gestoras con terceros. La primera presenta, a su vez, dos modalidades: la contratación a través de plataformas electrónicas (SENAF, MTS-España, EuroMTS, etc.)¹ 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 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 y MTS-España ofrecen sobre todo negociación al contado con las principales referencias de bonos y obligaciones.

Contratación de deuda del Estado. Conjunto del mercado

CUADRO 3.2

Importes en millones de euros						
	2004	2005	2006	2007	2008	% var. 08/07
Letras	2.273.364	2.230.370	1.695.552	1.594.556	2.222.226	39,4
A vencimiento	115.549	116.478	93.332	57.925	115.260	99,0
Contado	114.951	116.087	92.831	57.363	114.581	99,7
Plazo	598	390	501	561	680	21,1
Pacto de recompra	1.770.719	1.709.753	1.185.339	1.230.166	1.635.437	32,9
Simultáneas	387.095	404.139	416.881	306.466	471.529	53,9
Bonos y obligaciones	20.560.318	19.989.574	20.919.806	21.069.771	17.712.257	-15,9
A vencimiento	2.133.892	2.531.614	3.137.244	3.413.112	2.342.943	-31,4
Contado	2.021.747	2.222.121	2.810.314	3.120.022	2.086.558	-33,1
Plazo	112.145	309.494	326.931	293.090	256.385	-12,5
Pacto de recompra	10.707.375	9.700.501	9.850.419	9.741.672	8.474.523	-13,0
Simultáneas	7.719.051	7.757.459	7.932.144	7.914.986	6.894.791	-12,9
Total	22.833.682	22.219.944	22.615.358	22.664.327	19.934.484	-12,0

Fuente: Banco de España.

La contratación total del mercado de deuda pública anotada registró en 2008 un descenso del 12,0% respecto a 2007, como se indica en el cuadro 3.2. Sin embargo, letras del Tesoro y bonos y obligaciones evolucionaron en sentido contrario: mientras que la negociación de las primeras aumentó el 39,4%, la de los segundos disminuyó el 15,9%. El aumento en la negociación de letras se produjo por la mayor preferencia de los inversores hacia activos a corto plazo con la máxima calidad crediticia; si bien, a medida que avanzaba el año, se observó una disminución de los volúmenes negociados en este instrumento como consecuencia del aumento de la oferta en el mercado primario. En cuanto a la negociación en bonos y obligaciones, ésta acusó el descenso de las rentabilidades y el aumento en la percepción de riesgo, que se reflejó con especial intensidad durante el último trimestre del año en el comportamiento de las

1. 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 está establecida en el Reino Unido conforme al régimen de autorización y supervisión imperante en ese país.

primas de riesgo soberano negociadas en los mercados de CDS (véase el gráfico 3.1), así como en la ampliación del diferencial de rentabilidad respecto a la deuda alemana. Como ya se ha señalado, S&P revisó a la baja la calificación de la deuda pública española, de AAA a AA+, aunque las otras dos grandes agencias internacionales (Moody's y Fitch) siguieron otorgándole la máxima calificación.

Primas de CDS a cinco años sobre deuda soberana

GRÁFICO 3.1



Fuente: Markit.

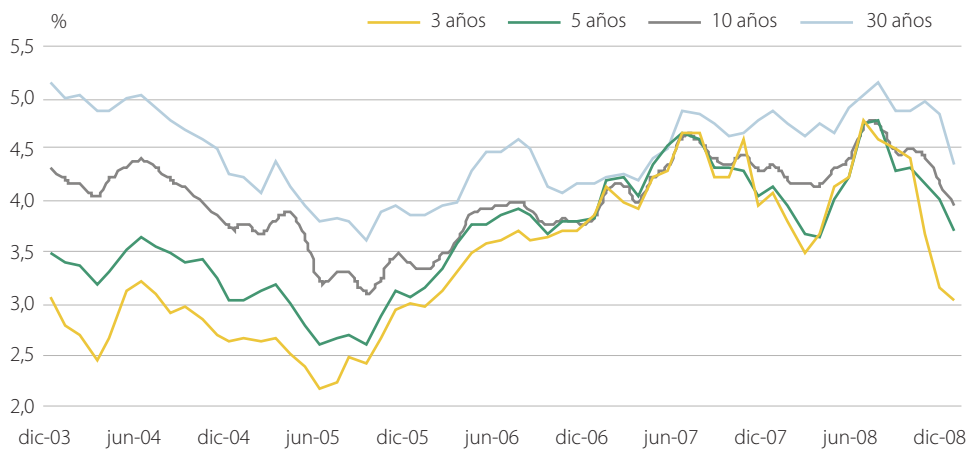
Durante los últimos meses del año, el índice de rotación calculado por el Banco de España, que relaciona el importe negociado en operaciones simples de deuda no segregada con el saldo en circulación correspondiente, experimentó un significativo descenso durante los últimos meses del año, reflejando tanto una reducción de la contratación como el aumento de los títulos disponibles en el mercado secundario. En promedio, el índice citado pasó de 101 en 2007 a 67 en 2008.

La contratación entre titulares, incluyendo tanto las operaciones a vencimiento como las operaciones con pacto de recompra, disminuyó el 6,5% respecto al año anterior. Sin embargo, mientras que la negociación en letras del Tesoro aumentó el 57,3% (78,1% si sólo se consideran operaciones a vencimiento), la correspondiente a bonos y obligaciones disminuyó el 9,6% (13,5% sólo en operaciones a vencimiento). Las plataformas electrónicas tuvieron una influencia decisiva en la evolución de la contratación en ambos segmentos. Así, en el segmento de letras del Tesoro, las plataformas aumentaron la negociación a vencimiento en un 157% respecto a 2007, y concentraron el 43,3% del total negociado en esas operaciones, mientras que en el segmento de bonos y obligaciones el importe negociado en ellas de dichas operaciones cayó el 47,8%.

En los anexos II.13 a II.16 se ofrece un mayor detalle de la evolución de la contratación en el mercado de deuda pública anotada.

Como se indicó en el capítulo 1, las rentabilidades tanto de las letras del Tesoro como de los bonos y obligaciones del Estado crecieron hasta el mes de junio y, posteriormente, descendieron de forma acusada durante el resto del año.

El aumento de la rentabilidad de las letras del Tesoro durante la primera parte del año se produjo como consecuencia de las expectativas dominantes en mate-



Fuente: Banco de España.

ria de inflación, el mantenimiento de los tipos de interés de intervención por parte del BCE y el aumento de las emisiones públicas, aun cuando ya era patente la demanda de este tipo de activos como refugio en el contexto de la crisis financiera. La rentabilidad máxima, 73 puntos básicos por encima del nivel de diciembre de 2007, se alcanzó en julio, tras el incremento de los tipos de interés por parte del BCE. En la segunda mitad del año, las rentabilidades de las letras disminuyeron significativamente, una vez se produjo el cambio hacia una política monetaria de corte nítidamente expansivo. Las letras del Tesoro a 12 meses cerraron el ejercicio en el 2,12%, 192 puntos básicos por debajo del registrado un año antes.

En cuanto a la rentabilidad de los bonos y obligaciones del Estado, los máximos se registraron también, en todos los plazos, a mediados de año, con tipos de interés que se situaban entre los 65 puntos básicos, en el plazo de cinco años, y los 25 puntos básicos, en el de treinta años, por encima del nivel de diciembre de 2007. Posteriormente, el deterioro de las expectativas sobre el crecimiento económico alimentó el descenso de las rentabilidades, a pesar del aumento de la prima de riesgo soberano (véase gráfico 3.2). Al final del ejercicio los tipos de interés se situaron en el 3,00% en el plazo de tres años (106 puntos básicos menos que en diciembre de 2007), en el 3,70% en el plazo de cinco años (43 puntos básicos menos) y en el 3,96% en el plazo de diez años (39 puntos básicos menos).

3.2 Renta fija privada

3.2.1. Mercado primario

Las emisiones brutas de renta fija privada efectuadas por emisores españoles alcanzaron un importe de 588.842 millones de euros en 2008, lo que supone un descenso del 21,8% respecto a 2007 (véase cuadro 3.1). El descenso se concentró exclusivamente en las emisiones realizadas en España, que representaron el 81% del total y experimentaron una caída del 26,6%, mientras que las realizadas en el exterior aumentaron el 8,4%. El grueso del importe emitido provino, en cuanto a los instrumentos, del segmento de pagarés de empresa y, en cuanto a los emisores, del sector financiero.

Las entidades que emiten renta fija en España deben registrar en la CNMV un folleto informativo o, en caso de exención, aportar la documentación requerida por la regulación. Como puede observarse en el cuadro 3.3, el grueso de las emisiones registradas en la CNMV durante el pasado año se produjo en pagarés de empresa y, dentro de los instrumentos de medio y largo plazo, en el segmento de bonos de titulización. A pesar de que las emisiones experimentaron un descenso en ambos tipos de instrumentos, especialmente en el caso de los pagarés de empresa, su peso relativo en las emisiones registradas aumentó de forma notable, situándose en el 65,5% del importe total para los pagarés de empresa y en el 28,3% para los bonos de titulización. En cuanto al resto de instrumentos, se mantuvo la tendencia declinante ya observada durante la segunda mitad de 2007 en bonos y obligaciones simples, cédulas hipotecarias y cédulas territoriales. La actividad emisora en participaciones preferentes y bonos y obligaciones convertibles aumentó, aunque su importe fue reducido, como se aprecia en el cuadro 3.3. Los cuadros 18, 19 y 20 del Anexo II ofrecen un mayor detalle de las emisiones registradas en la CNMV.

Emisiones brutas registradas en la CNMV: detalle por instrumentos

CUADRO 3.3

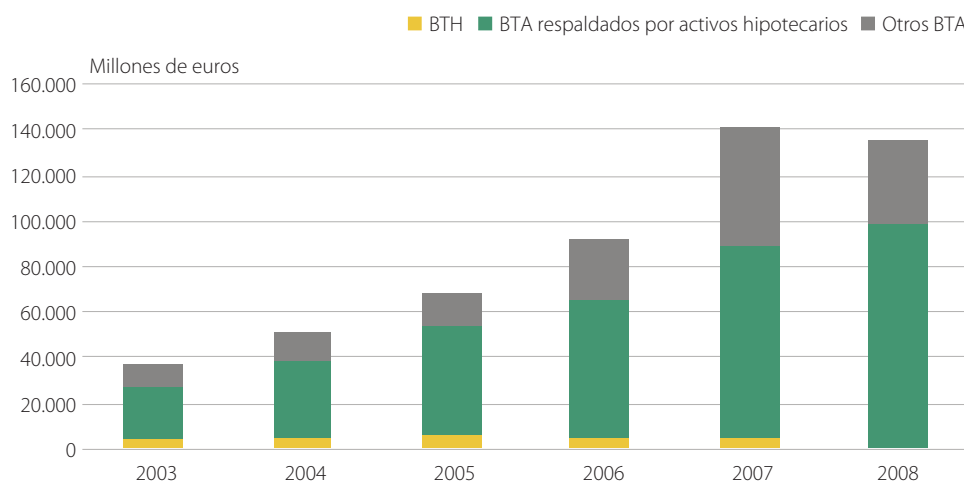
Importes nominales en millones de euros

						2008			
	2004	2005	2006	2007	2008	IT	II T	III T	IV T
A largo plazo	115.359	149.894	188.674	206.323	164.537	31.627	48.350	17.686	66.874
Bonos y obligaciones no convertibles	38.094	41.907	46.688	27.416	10.490	604	3.744	4.215	1.927
– de deuda subordinada	4.395	1.905	6.555	2.381	1.545	200	125	300	920
Bonos y obligaciones convertibles	97	163	68	0	1.429	0	0	0	1.429
Cédulas hipotecarias	19.074	35.560	44.250	24.696	14.300	1.250	10.120	1.685	1.245
Cédulas territoriales	1.600	1.775	5.150	5.060	1.820	1.020	0	0	800
Bonos de titulización	50.525	69.044	91.608	141.627	135.253	28.657	34.386	11.736	60.473
– de activos (BTA)	45.635	62.194	87.308	136.887	134.453	28.657	34.386	10.936	60.473
– hipotecarios (BTH)	4.890	6.850	4.300	4.740	800	0	0	800	0
Participaciones preferentes	5.542	1.356	911	225	1.246	96	100	50	1.000
Otras emisiones	428	89	0	7.300	0	0	0	0	0
A corto plazo	214.603	264.253	334.457	442.433	311.738	85.900	86.118	72.868	66.853
Pagarés de empresa	214.603	264.253	334.457	442.433	311.738	85.900	86.118	72.868	66.853
– de titulización de activos	3.724	2.765	1.993	465	2.843	133	48	94	2.568
Total	329.962	414.147	523.131	648.757	476.276	117.527	134.468	90.554	133.727

Fuente: CNMV.

Las emisiones de titulización

En contraste con el significativo descenso de las emisiones en otros instrumentos, las emisiones de bonos de titulización disminuyeron únicamente un 4,5%, situándose su importe en 135.253 millones de euros. Los bonos de titulización de activos (BTA) constituyeron el grueso de estas emisiones, con 134.453 millones de euros, un 1,8% menos que en 2007. La emisión de bonos de titulización hipotecaria (BTH) descendió en 3.940 millones, hasta los 800 millones de euros. Atendiendo a los activos titulizados, las emisiones más importantes continuaron siendo las respaldadas por activos hipotecarios, cuyo peso en el total aumentó del 59,4% en 2007 al 72,4%



Fuente: CNMV.

en 2008 (véase anexo II.22 y gráfico 3.3). El tamaño medio de las emisiones se incrementó significativamente. Un total de 26 emisiones, entre las 108 registradas, superaron los 1.500 millones de euros, con un tamaño medio de 3.539 millones de euros; estas emisiones concentraron el 68% del importe total emitido en bonos de titulización.

Como ya se indicó anteriormente, las emisiones de bonos de titulización fueron adquiridas, en su gran mayoría, por las entidades financieras cedentes, con la finalidad de acumular activos susceptibles de ser utilizados como garantía para obtener financiación del Banco Central Europeo. Además, desde la creación del FAAF en noviembre de 2008, las entidades financieras también podían obtener recursos mediante la venta de estos activos a dicho organismo. Como se aprecia en el cuadro 3.3, la actividad emisora en bonos de titulización alcanzó su nivel máximo en el cuarto trimestre, periodo en el que se recrudecieron notablemente las dificultades de financiación de las entidades de crédito como consecuencia de la quiebra de Lehman Brothers y de la intervención de diversas entidades en Estados Unidos y Europa.

Los cuadros 21 y 22 del Anexo II ofrecen información adicional sobre las emisiones de bonos de titulización registradas en la CNMV.

Emisiones en el exterior

En 2008, las emisiones en el exterior realizadas por entidades españolas aumentaron hasta los 112.366 millones de euros desde los 103.631 millones de euros del año anterior. Se mantuvo, de este modo, la tendencia ascendente de la actividad emisora observada durante los últimos años, aunque se produjo un cambio significativo en su composición. Así, mientras que las emisiones a largo plazo cayeron el 39,2% respecto a 2007, las de pagarés de empresa se incrementaron el 90,7%, concentrando el 64,5% del importe total emitido en el exterior. A pesar de su intensa reducción, las emisiones de bonos y obligaciones en el exterior continuaron siendo superiores a las realizadas en territorio nacional, como se aprecia comparando los cuadros 3.3 y 3.4.

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

CUADRO 3.4

Importes nominales en millones de euros

	2004	2005	2006	2007	2008	% var. 08/07
A largo plazo	10.349	44.159	73.257	65.629	39.894	-39,2
Participaciones preferentes	1.230	2.165	1.504	2.581	0	—
Obligaciones subordinadas	2.250	1.487	5.758	8.984	70	-99,2
Bonos y obligaciones	6.595	39.308	64.292	53.327	39.360	-26,2
Bonos de titulización	274	1.199	1.703	736	464	-36,9
A corto plazo	13.752	15.021	25.718	38.003	72.472	90,7
Pagarés de empresa	13.752	15.021	25.718	38.003	72.472	90,7
- de titulización de activos	13.045	12.367	16.517	12.119	425	-96,5
Total	24.102	59.180	98.975	103.631	112.366	8,4

Fuente: Banco de España.

Las emisiones de las entidades financieras representaron casi el 90% del importe de las emisiones brutas en el exterior. En particular, las filiales del banco Santander acumularon más del 50% y, dentro de las empresas no financieras, el Grupo Telefónica emitió cerca del 10% del total. Las plazas financieras en las que se concentran 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 (yenes, pesos mexicanos, dólares canadienses y coronas checas). Todas las emisiones de pagarés y bonos de titulización estaban denominadas en euros.

3.2.2. Mercado secundario

España cuenta con dos mercados secundarios oficiales de renta fija privada: AIAF y las bolsas de valores. El de mayor peso, en cuanto a los saldos vivos de los valores admitidos a negociación y el volumen de las transacciones, es AIAF, donde se puede negociar todo tipo de instrumentos de renta fija privada, excepto bonos y obligaciones convertibles, que sólo pueden ser admitidos a negociación en las bolsas. En el mercado AIAF se realizan tanto operaciones simples como con pacto de recompra y simultáneas, mientras que en el mercado bursátil sólo se realizan, en la actualidad, operaciones del primer tipo. Otra diferencia significativa entre ambos mercados estriba en que AIAF, como el mercado de deuda pública anotada, contempla dos segmentos de negociación diferenciados, uno entre titulares y otro entre miembros del mercado y clientes, mientras que la negociación bursátil se realiza en un único escalón.

La distribución y evolución del número de emisores, el número de emisiones y el saldo vivo admitidos a negociación en cada uno de los mercados indicados están recogidas en los cuadros 3.5 y 3.6, respectivamente. Como se advierte al comparar estos cuadros, la mayor parte de las emisiones cotizadas se negocian en AIAF, cuyo saldo vivo suponía el 96,6% del total al cierre del ejercicio. El crecimiento del saldo vivo en AIAF, del 8% en 2008, fue menor que en el año anterior, debido al descenso de las emisiones en el mercado primario. Las emisiones respaldadas por activos (bonos de titulización, cédulas hipotecarias y cédulas territoriales) concentraban el 73,4% del saldo vivo de AIAF. En cuanto al saldo vivo de las emisiones admitidas a cotización bursátil, el incremento que se aprecia en el cuadro 3.5 provino exclusi-

vamente de la Bolsa de Barcelona, gracias a la admisión a cotización de fondos de titulización respaldados por préstamos a pequeñas empresas avalados por la Generalidad de Cataluña (fondos FTGENCAT) y de emisiones de deuda de la propia Generalidad. En las otras tres bolsas, el saldo vivo experimentó un descenso.

Emisores, emisiones y saldo vivo de renta fija en AIAF

CUADRO 3.5

Importes nominales en millones de euros

	N.º de emisores		N.º emisiones		Saldo vivo		% var. 08/07
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	
Pagarés de empresa	73	72	2.493	2.489	98.468	71.762	-27,1
Bonos y obligaciones	456	523	1.673	1.964	491.574	567.321	15,4
- bonos de titulización	316	383	1.157	1.436	328.925	422.011	28,3
Cédulas hipotecarias	14	22	111	146	150.906	162.466	7,7
Cédulas territoriales	7	11	19	26	16.375	17.030	4,0
Bonos matador	15	12	18	14	1.238	1.059	14,5
Total	492	556	4.314	4.639	758.560	819.638	8,0

Fuente: AIAF y elaboración propia.

Emisores, emisiones y saldo vivo de renta fija en bolsa

CUADRO 3.6

Importes nominales en millones de euros

	N.º de emisores		N.º emisiones		Saldo vivo		% var. 08/07
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	
Total¹	53	58	249	271	25.655	29.143	13,6
Deuda CC.AA.	3	3	83	82	8.863	9.973	12,5
Otros	50	55	166	189	16.792	19.170	14,2
Bolsa de Barcelona	44	48	188	214	16.726	20.459	22,3
Bolsa de Bilbao	33	30	84	71	2.457	2.094	-14,8
Bolsa de Madrid	28	26	74	63	8.965	8.678	-3,2
Bolsa de Valencia	32	29	125	112	3.233	2.847	-12,0

Fuente: Bolsas de valores y elaboración propia.

1. No incluye deuda anotada.

Incluyendo todas las modalidades (operaciones simples, operaciones con pacto de recompra y simultáneas), la negociación de renta fija privada en AIAF y las bolsas fue superior en un 113,5% a la de 2007, alcanzando un importe de 2,6 billones de euros. Sin embargo, como se aprecia en los cuadros 3.7 y 3.8, el aumento se concentró exclusivamente en las operaciones simultáneas realizadas, debido a la actuación que el Tesoro, tras incorporarse al mercado como nuevo miembro, realizó en este segmento a partir del mes de marzo. Las operaciones del Tesoro en AIAF alcanzaron un importe de 1.2 billones de euros, en su mayoría operaciones simultáneas sobre bonos y obligaciones a uno o dos días. A partir de noviembre, también empezó a operar en AIAF el FAAF, contabilizándose hasta final de año compras de este organismo por 3.425 millones de euros en operaciones simples y 1.860 millones en simultáneas. La negociación en AIAF, incluyendo todas las modalidades de negociación, superó los dos billones y medio de euros, suponiendo el 97% de la negociación total en renta fija privada.

Contratación total en AIAF

CUADRO 3.7

Importes nominales en millones de euros

	2004	2005	2006	2007	2008	% var. 08/07
Total	572.030	877.812	910.494	1.127.478	2.521.040	123,6
Por tipo de activo						
Pagarés	291.903	408.185	489.069	568.010	591.944	4,2
Bonos y obligaciones	227.127	404.410	344.698	469.533	1.788.946	281,0
- bonos de titulización	171.725	313.778	257.629	378.005	1.704.342	350,9
Cédulas hipotecarias	46.014	60.061	70.113	80.811	129.995	60,9
Cédulas territoriales	3.357	2.740	3.659	7.750	10.142	30,9
Bonos matador	3.629	2.416	2.954	1.374	13	-99,0
Por tipo de operación						
Simple	242.333	322.819	386.369	416.478	387.897	-6,9
Repo	197.778	284.520	330.840	441.363	381.505	-13,6
Simultánea	131.919	270.473	193.285	269.637	1.751.638	549,6

Fuente: AIAF y elaboración propia.

Atendiendo a los instrumentos negociados, casi toda la contratación de AIAF se concentró en bonos y obligaciones y pagarés de empresa, incluso si no se tienen en cuenta las operaciones realizadas por el Tesoro, fuertemente concentradas en bonos de titulización. Las operaciones con pagarés se llevaron a cabo, en su mayor parte, en el segmento minorista, esto es, entre miembros del mercado y sus clientes, como se puede apreciar en el cuadro 23 del Anexo II. En cambio, las operaciones con bonos de titulización se concentraron en el segmento mayorista (negociación entre miembros del mercado).

La contratación en el segmento mayorista de AIAF sextuplicó la del año anterior, si se tienen en cuenta las operaciones del Tesoro en este segmento, y la dobló si se excluyen éstas. En cambio, en el segmento minorista, la negociación retrocedió el 11%, reflejando el menor atractivo de la renta fija privada entre los inversores finales. El peso relativo del segmento minorista en la negociación total de AIAF cayó del 74% en 2007 al 29,5% (56% sin contar las operaciones del Tesoro en el segmento mayorista) en 2008.

En cuanto al tipo de operaciones, el único aumento se produjo en operaciones simultáneas, como ya se ha indicado. Sin contar las operaciones del Tesoro, el importe negociado en este tipo de operaciones se incrementó el 104,1% respecto a 2007, mientras que los importes correspondientes a las operaciones simples y los repos disminuyeron el 6,9% y el 13,6%, respectivamente.

La negociación de renta fija privada en el ámbito bursátil disminuyó el 11,2% respecto al año anterior, como se indica en el cuadro 3.8. La Bolsa de Barcelona concentró el 96,2% del total negociado en las bolsas nacionales, gracias al importe contratado en deuda autonómica catalana (68.769 millones de euros) y en bonos de titulización de activos avalados por la Generalidad (7.673 millones), fundamentalmente.

Como se indicó anteriormente, los emisores de renta fija privada afrontaron un sustancial incremento de las primas de riesgo requeridas por los inversores. En

Contratación de renta fija en las bolsas

CUADRO 3.8

Mercados y emisores
Mercados de renta fija

Importes nominales en millones de euros

	2004	2005	2006	2007	2008	% var. 08/07
Total	77.017	87.998	89.758	90.716	80.513	-11,2
Deuda CC.AA. ¹	76.259	83.204	84.261	83.866	70.075	-16,4
Otros	717	4.758	5.462	6.816	10.392	52,5
Valores del mercado de deuda anotada	41	36	36	34	46	36,6

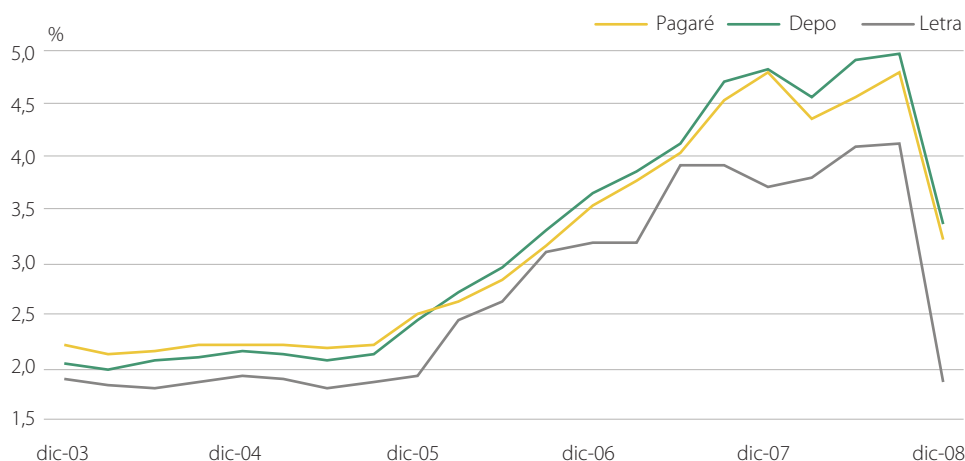
Fuente: Bolsas de valores y elaboración propia.

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

particular, el diferencial de rentabilidad entre los pagarés de empresa y los repos sobre letras del Tesoro se situó a final de año en 148 puntos básicos, el mayor nivel de los últimos 15 años. Baste señalar, como referencia, que este diferencial se situaba en 48 puntos básicos a finales de 2006. A pesar de ello, los tipos de interés de los pagarés de empresa se situaron, al cierre del ejercicio, en un nivel sensiblemente inferior al del año anterior, como consecuencia del descenso del tipo de intervención del Banco Central Europeo. Así, el tipo de interés de los pagarés a tres meses se situó, a finales de diciembre, en el 3,30%, 147 puntos básicos menos que a finales de 2007.

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

GRÁFICO 3.4



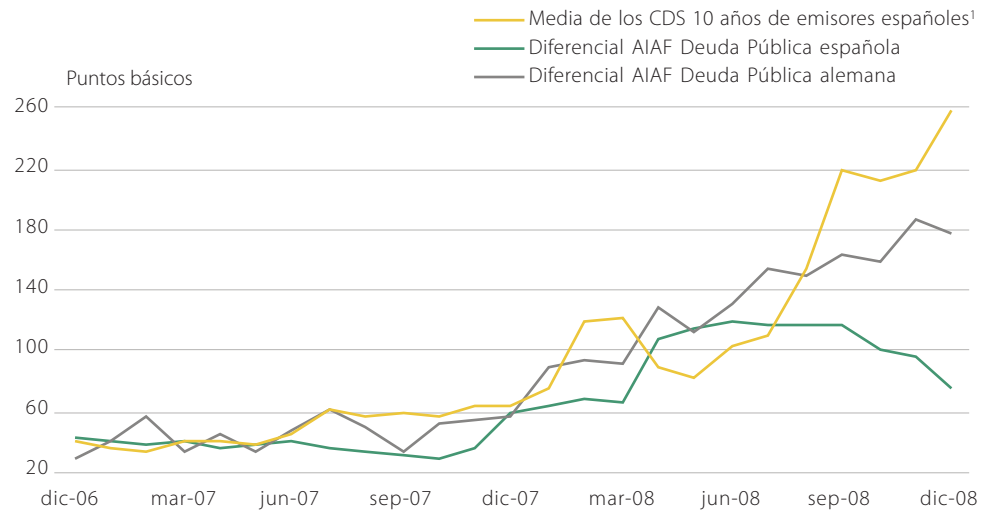
Fuente: Banco de España.

En cuanto a la rentabilidad de la renta fija privada a largo plazo, la deuda corporativa a diez años negociada en AIAF acabó 2008 en el 4,73%, 21 puntos básicos por debajo del nivel de finales de 2007. Los niveles máximos se alcanzaron hacia mediados de año, con tipos de interés próximos al 6%, observándose, a partir de entonces, una tendencia a la disminución de los mismos. Sin embargo, como se aprecia en el gráfico 3.6, las primas de riesgo negociadas en los mercados de CDS para emisores españoles, entre los que tienen un peso destacado las entidades de

crédito, aumentaron de forma significativa durante los últimos meses del año, indicando la persistencia de una elevada percepción de riesgo. Los datos correspondientes a los primeros meses de 2009 indican que, a mediados de marzo, la rentabilidad de la deuda corporativa a diez años negociada en AIAF mantenía una rentabilidad similar a la de fin de año y que las primas de riesgo seguían siendo elevadas.

Diferenciales entre deuda privada y deuda pública

GRÁFICO 3.5



Fuente: Banco de España, AIAF, Datastream y Reuters.

1. Media compuesta por un mínimo de 18 CDS sobre emisores financieros y no financieros.

4 Registro, contrapartida, compensación y liquidación

España cuenta con cinco plataformas técnicas de compensación y liquidación de valores negociados en mercados de contado. Estas plataformas son gestionadas por cuatro depositarios centrales de valores. Iberclear es el operador de 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 las bolsas de valores, MAB y Latibex), mientras que las Bolsas de Barcelona, Bilbao y Valencia disponen de un servicio de compensación y liquidación para valores exclusivamente cotizados en su ámbito (SCLBarcelona, SCLBilbao y SCLValencia, respectivamente). Iberclear y las tres bolsas citadas también actúan como centrales de registro para los valores liquidados a través de sus plataformas.

Hasta la aprobación, en noviembre de 2002, de la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, la actividad de contrapartida central sólo se realizaba en el ámbito de los mercados oficiales de productos derivados, donde es el propio MEFF quien actúa como contraparte de los contratos registrados. Desde el año 2003 existe una entidad, MeffClear, regida por MEFF RF, que ofrece servicios de contrapartida central para las operaciones sobre valores de renta fija negociadas en mercados de valores, sistemas electrónicos o por otros medios entre los miembros liquidadores y/o clientes.

La supervisión de Iberclear corresponde a la CNMV, mientras que la de las otras tres centrales depositarias recae en los respectivos gobiernos autonómicos. La CNMV tiene también encomendada la supervisión de MeffClear. Este capítulo resume la actividad de Iberclear (epígrafe 4.1) y de MeffClear (epígrafe 4.2) durante 2008.

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 2008 Iberclear contaba con 208 entidades participantes, ocho menos que en 2007 (ver cuadro 4.1). Hay que destacar la salida de ocho entidades participantes en la compensación y liquidación de valores de deuda pública y el incremento en AIAF con seis nuevas entidades participantes.

Entidades participantes en Iberclear		CUADRO 4.1
	2007	2008
Total Iberclear¹	216	208
Miembros de:		
Bolsas	93	90
Latibex	79	78
AIAF	74	80
Deuda pública en anotaciones	174	166

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 reflejaron la evolución de la contratación en los mercados de referencia (véanse capítulos 2 y 3).

4.1.1. Iberclear-CADE

En 2008, las emisiones registradas en esta plataforma ascendieron a 5.083, con un valor nominal de 1.241 millones de euros. De ellas, el 94% corresponden al mercado AIAF y el resto al mercado de deuda. Por importe nominal, las emisiones de AIAF representaron el 68% del volumen total y el 32% restante corresponde al mercado de deuda.

En el mercado AIAF se observa un crecimiento moderado tanto del número de emisiones como de su importe con respecto al año anterior. Por el contrario, el mercado de deuda presenta una reducción en el número de emisiones vivas pero un aumento significativo en los importes emitidos, como consecuencia de una actividad emisora importante en los últimos meses del año.

Iberclear-CADE. Actividades de registro							CUADRO 4.2
Importes en millones de euros							
Valores registrados	Deuda pública		AIAF		Total		% var.
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	
Número de emisiones	345	327	4.493	4.756	4.838	5.083	5,28
Importe nominal	350.350	400.647	779.953	840.439	1.130.303	1.241.086	9,80

Fuente: CNMV.

En la plataforma CADE se liquidaron un total de 8.261.592 operaciones, de las que un 79% corresponden al mercado de deuda pública, frente al 84% del año anterior. En el mercado AIAF aumentaron considerablemente tanto el número de operaciones como los volúmenes liquidados. Estos últimos se vieron impulsados sobre todo por el aumento importante que experimentaron las operaciones de repos y simultáneas. No obstante, las operaciones más numerosas corresponden a las compras a vencimiento, que aumentan en número pero no así en volumen debido a la mayor presencia de inversores minoristas en el mercado.

En el mercado de deuda pública, todos los tipos de operaciones y volúmenes liquidados se reducen significativamente con respecto a 2007, a excepción de las trans-

ferencias de valores por garantías financieras. Estas últimas operaciones están ligadas, fundamentalmente, a la solicitud por parte de las entidades españolas de financiación al Banco Central Europeo. Las operaciones más numerosas en el mercado de deuda pública son los repos y simultáneas.

Mercados y emisores
Registro, contrapartida,
compensación y liquidación

Iberclear-CADE. Número de operaciones liquidadas

CUADRO 4.3

Tipo de operación	Deuda pública		AIAF		Total		% var.
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	
Compras y ventas simples	242.656	208.910	919.277	1.217.626	1.161.933	1.426.536	22,77
Repos y simultáneas	6.392.623	5.733.333	174.366	199.202	6.566.989	5.932.535	-9,66
Trasposos a vencimiento	179.748	144.600	209.382	215.808	816.814	360.408	-55,88
Trasposos temporales	160.242	108.354	0	119	160.242	108.473	-32,31
Transferencia de valores a vencimiento	363.978	325.734	63.706	72.438	427.684	398.172	-6,90
Transferencias por garantías financieras	1.454	2.684	32.953	30.776	34.407	33.460	-2,75
Total	7.342.708	6.525.623	1.401.691	1.737.977	8.742.392	8.261.592	-5,50

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.
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	
Compras y ventas simples	3.964.073	2.885.198	511.888	442.183	4.475.961	3.327.381	-25,66
Repos y simultáneas	47.506.147	39.240.986	1.374.130	4.056.696	48.880.277	43.297.682	-11,42
Trasposos a vencimiento	14.190.191	2.025.069	3.449.720	2.202.459	17.639.911	4.227.528	-76,03
Trasposos temporales	740.198	701.347	0	1.116	740.198	702.463	-5,10
Transferencias a vencimiento	9.896.096	7.128.755	841.889	794.106	10.737.985	7.922.861	-26,22
Transferencias por garantías financieras	40.147	82.664	858.270	888.093	898.417	940.934	4,73
Total	63.536.539	52.064.013	4.797.824	8.354.830	68.334.363	60.420.857	-11,58

Fuente: CNMV.

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

Durante el año 2008, las incidencias que se registraron tuvieron un reducido impacto en el proceso de liquidación. Se produjeron 414 incidencias, lo que supone el 0,01% del número total de operaciones liquidadas, con un importe equivalente también al 0,01% de estas últimas. El 71% de las incidencias fueron producidas por entidades no residentes que, debido a la escasez de papel en el sistema, sobre todo de deuda pública, se quedaron, en algunas ocasiones, sin posibilidad de cubrir a final del día las posiciones cortas mantenidas durante la sesión.

4.1.2. Iberclear-SCLV

En 2008 Iberclear-SCLV tenía registradas 7.153 emisiones, por un valor nominal agregado de 110.127 millones de euros. Con respecto a 2007, se produjo un aumento tanto del número de emisiones como del importe nominal registrado (véase cuadro 4.5).

Iberclear SCLV. Actividad de registro

CUADRO 4.5

Importes en millones de euros

Valores registrados	Bolsa			Latibex		
	2007	2008	% var.	2007	2008	% var.
Número de emisiones	6.005	7.153	19,1	39	38	-2,6
Importe registrado ¹	106.589	110.127	3,32	258	195	-24,6

Fuente: CNMV.

1. Importe nominal para bolsa y efectivo para Latibex.

En el ejercicio 2008 se produjo un descenso de los volúmenes de contratación bursátil, que fue más acusado en los últimos meses del año y que se ha traducido en una disminución de los volúmenes de liquidación en la plataforma SCLV (véase cuadro 4.6). Para el conjunto de las bolsas y Latibex, el importe liquidado se redujo un 24,7% y el número de operaciones a liquidar un 4,3%. En términos de promedio diario, el importe efectivo de la liquidación ha superado los 4.900 millones de euros y el número de operaciones se sitúa en torno a las 47.500.

El total de traspasos, contra pago y libres de pago, liquidados en la plataforma de liquidación bursátil aumentó un 4,4%, reduciéndose un 29,8% el importe de los traspasos contra pago.

Iberclear SCLV. Operaciones liquidadas

CUADRO 4.6

Importes en millones de euros

Operaciones	Bolsa				Latibex			
	N.º operaciones		Importe		N.º operaciones		Importe	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Compras y ventas	28.820.285	27.493.503	3.311.862	2.529.808	84.836	71.079	1.731	1.522
Vtas. vencidas	77.233	65.042	19.724	10.354	2.363	1.717	99	46
Recompras	898	869	113	90	31	18	1	87
Traspasos l/p.	228.384	247.739	0	0	1.720	1.784	0	0
Traspasos c/p.	957.025	991.530	684.904	480.945	3.664	2.014	170	59
Total	30.005.694	28.732.772	3.996.766	3.010.753	90.220	74.877	1.901	1.580

Fuente: CNMV.

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

La eficiencia del sistema mejoró ligeramente. Para el conjunto de 2008, la eficiencia del sistema, medida en términos de importe sobre el total de operaciones liquidadas, se situó en el 99,7%, frente al 99,5% del año anterior, mientras que, en términos del número de operaciones, pasó del 99,7% en 2007 al 99,8% en 2008. El número de operaciones de venta vencidas disminuyó el 16,1% y su importe el 47,5%. Su porcentaje respecto al total de operaciones pasó del 0,5% al 0,35%, medido por su importe. Por otra parte, el número de operaciones llevadas a recompra se redujo en un 4,5%, aunque su importe alcanzó 177 millones de euros, un 55,2% más que en 2007.

4.1.3. Iniciativas de integración europea

En 2008 Iberclear ha continuado participando en diversas iniciativas de ámbito europeo, tanto privadas como públicas, iniciadas en 2006 con el objetivo de mejorar la integración de los mercados financieros en Europa.

A lo largo de 2008 se ha avanzado en la consecución de los objetivos comprometidos en el marco del código de conducta por los sistemas de compensación y liquidación de acciones europeos. Así, desde el 1 de enero de 2008 la página web de Iberclear recoge las tarifas individualizadas de los servicios ofrecidos, incluyendo algunos ejemplos representativos de su aplicación.

El segundo eje del código de conducta es la individualización de los servicios ofrecidos y la separación de contabilidades. Iberclear cumple con este principio desde principios de 2008.

El tercer objetivo se centra en las condiciones de acceso e interoperabilidad de las infraestructuras europeas. En este contexto, en abril de 2008 se presentó el proyecto *link-up markets*, en el que participa Iberclear junto con otras siete centrales depositarias de valores europeos. Esta iniciativa se propone, en una primera fase, desarrollar una herramienta centralizada capaz de convertir los formatos de instrucciones y de mensajería de cada central participante para que puedan ser procesados por el resto de centrales, lo que facilitará el intercambio de instrucciones de liquidación a través de un concentrador central.

Posteriormente, el proyecto pretende que cada central depositaria de valores pueda ofrecer servicios de liquidación y custodia transfronteriza al resto de las centrales participantes, para los valores que tiene registrados localmente, lo que aportaría un enfoque multilateral a la interoperabilidad entre las centrales depositarias de valores acogidas al código. Ello podría redundar en una mejora en las condiciones de acceso sin necesidad de desarrollar y poner en práctica numerosas soluciones específicas bilaterales. Otra de las claves de futuro de este proyecto es que favorece la competencia directa en la oferta de servicios de liquidación y custodia entre las centrales depositarias de valores y los grandes custodios internacionales.

Target 2 Securities (T2S)

El consejo de gobierno del Banco Central Europeo (BCE) decidió en julio de 2008 pasar a la siguiente fase de desarrollo de la plataforma de soporte del proyecto T2S, tras haber finalizado el periodo de consulta sobre los requerimientos de los usuarios y una vez recibida la opinión favorable mayoritaria de las centrales depositarias de valores europeos. Sólo algunas centrales condicionaron su participación a que, previamente, se considere técnica y legalmente la posibilidad de que los usuarios puedan elegir la plataforma en la que liquiden sus operaciones. De esta manera, T2S no sería necesariamente la única alternativa, puesto que entraría en competencia con otros sistemas de liquidación.

En la segunda parte de 2008 se han elaborado los primeros documentos de especificaciones de funcionamiento general del proyecto y de su modelo de datos, que fueron publicados el 22 de enero de 2009 y que serán validados a lo largo de 2009. Asimismo, el grupo asesor de T2S cuenta ya con nuevos subgrupos operativos específicos para atender diversos aspectos de esta etapa de desarrollo del proyecto. Iberclear continúa colaborando activamente en esta nueva fase, al igual que sus principales entidades participantes.

En el último trimestre de 2008 el Eurosistema estableció un grupo jurídico, encargado de especificar la naturaleza de los futuros mecanismos contractuales entre la institución que finalmente ofrezca el servicio de liquidación y las centrales deposi-

tarias de valores que lo soliciten, así como los mecanismos de gobierno corporativo de T2S. En 2009 se espera un compromiso individual de declaración de interés por parte de las centrales depositarias de valores que quieran participar en T2S. La fórmula utilizada para ello podría ser un acuerdo de colaboración que incluiría las contribuciones mutuas al proyecto por parte del Eurosistema y de las centrales depositarias de valores, y delimitaría algunos parámetros en relación con el alcance de los futuros mecanismos contractuales entre el Eurosistema y las centrales.

4.1.4. Mejoras técnicas en los servicios

Como continuación del proceso de cumplimiento de las conclusiones del grupo especial de préstamos, el 13 de octubre de 2008 entró en vigor el procedimiento de comunicación a los emisores de valores nominativos de las cancelaciones de préstamos sin devolución de valores. Asimismo, el 17 de noviembre de 2008 entró en vigor el procedimiento de actualización del registro especial de préstamos como consecuencia de aquellas operaciones financieras que supongan una distribución de acciones o derechos.

La nueva metodología de cálculo de las fianzas colectiva y complementarias, regulada en la circular de Iberclear 7/2007, entró en vigor en abril de 2008. Como complemento de las mejoras introducidas en aquella circular, el 2 de febrero de 2008 entró en vigor la Instrucción 1/2009 de Iberclear, en la que se retrasa en media hora el momento del cálculo de la posición de riesgo diario de cada entidad liquidadora desde las 7:30 hasta las 8:00 horas de cada día hábil. Ello permite a las entidades participantes procesar instrucciones recibidas durante la noche y a primera hora de la mañana, lo que facilita la disminución de sus posiciones abiertas de riesgo, reforzando así su capacidad potencial para reducir las fianzas complementarias a depositar en el sistema.

4.2 MeffClear

En 2008, MeffClear registró 285 operaciones por un importe efectivo de 43.853 millones de euros, cifras que suponen un incremento significativo respecto a 2007 (véase cuadro 4.7), aunque son menores que las alcanzadas en 2006. La totalidad de las operaciones registradas por MeffClear correspondió a la negociación de repos en SENAF. La vida media de estas operaciones se situó en 1,4 días (1,3 días en 2007).

El número de miembros de la cámara se ha reducido a 15 tras la baja de Barclays Bank Plc London, Citibank International Plc. Suc. en España, Caixa d'Estalvis de Catalunya y Bancaja a lo largo del pasado año.

Evolución de la actividad en Meffclear

CUADRO 4.7

Importes en millones de euros		
	2007	2008
Volumen efectivo plataforma Senaf	38.385	43.853
Volumen efectivo operaciones bilaterales	0	0
Total	38.385	43.853
Número de operaciones plataforma Senaf	233	285
Número de operaciones bilaterales	0	0
Total	233	285
N.º de miembros	19	15

Fuente: MeffClear.

5 Mercados de productos derivados

Los mercados de productos derivados a lo largo del año 2008 reflejaron el significativo aumento de la volatilidad que caracterizó la actividad de los mercados de contado, en especial de la renta variable. Este hecho no fue acompañado por un patrón

Negociación en los mercados de derivados financieros en España*

CUADRO 5.1

N.º de contratos, salvo otra indicación

	2005	2006	2007	2008	Var. (%) 2008/07
MEFF RF	46	15	13	12	-7,7
Futuros s/deuda	46	15	13	12	-7,7
Opciones s/deuda	—	—	—	—	—
Futuros s/Euribor	—	—	—	—	—
MEFF RV	35.219.874	40.775.643	44.176.717	55.055.028	24,6
Futuros s/Ibex 35	5.050.211	6.568.791	8.721.832	7.605.341	-12,8
Ibex 35 Plus	4.935.648	6.408.961	8.435.258	7.275.299	-13,8
Ibex 35 Mini ¹	114.563	159.830	286.574	330.042	15,2
Opciones s/Ibex 35	440.747	551.062	567.077	828.622	46,1
Futuros s/acciones	18.813.689	21.229.811	21.294.315	46.237.568	117,1
Opciones s/acciones	10.915.227	12.425.979	13.593.493	18.317.249	34,8
Total MEFF	35.219.920	40.775.658	44.176.730	55.055.040	24,6
Mercado continuo	2.129.643	2.852.348	5.085.503	2.872.372	-43,5
Warrants ²	2.129.643	2.852.348	5.085.503	2.872.372	-43,5
Pro-memoria:					
Total EuroMEFF	2.521.171	2.541.397	2.430.363	2.038.164	-16,1
Futuros s/deuda europea ³	1.440.370	1.117.956	1.059.113	869.105	-17,9
Contratos s/índices europeos ⁴	1.080.801	1.423.441	1.371.250	1.169.059	-14,7
Otros ⁵	—	—	—	—	—

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

1. El número de contratos de los futuros Ibex 35 Mini (multiplicador de 1€) se ha homogeneizado al tamaño del contrato de los futuros Ibex 35 Plus (multiplicador de 10€).
2. Primas negociadas, en miles de euros en el módulo de negociación electrónica del mercado continuo.
3. Incluye los futuros sobre deuda alemana (Bund, Bobl, Schatz) negociados en Eurex y los futuros sobre bono nacional a diez años negociados en Euronext París (hasta la suspensión de la conexión el 30 de diciembre de 2003).
4. 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).
5. 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).

único en términos de contratación, que registró comportamientos diferentes según los distintos productos.

En el mercado de derivados de renta variable la contratación de futuros y opciones sobre acciones individuales creció de modo notable. Sin embargo, en el ámbito de los contratos de futuros sobre Ibex 35 la negociación de opciones también experimentó un aumento significativo, pero la de futuros se contrajo.

Por otro lado, el entorno de elevada volatilidad motivó en diversas ocasiones el incremento en la exigencia de garantías diarias e incluso la solicitud de garantías extraordinarias en sesión abierta. Sin embargo, la quiebra de Lehman Brothers, miembro negociador de MEFF, en septiembre no tuvo consecuencias de consideración para el mercado español.

En este capítulo se ofrece una breve descripción del comportamiento de los mercados de derivados españoles durante 2008. El epígrafe 5.1 se dedica al mercado MEFF. El apartado 5.2 recoge la evolución del mercado de *warrants* y el 5.3 del de otros contratos financieros. Por último, el epígrafe 5.4 reseña lo acontecido en el mercado de futuros sobre el aceite de oliva.

5.1 Mercado MEFF

La negociación del mercado de derivados español MEFF creció, en número de contratos, 7,5 puntos porcentuales por encima de los mercados Eurex y Euronext. Estos dos mercados siguieron concentrando la mayor parte de la actividad de productos derivados financieros a nivel europeo y constituyen, junto a CME Group, los tres mayores mercados de derivados del mundo.

Negociación en los mercados de derivados financieros europeos*

CUADRO 5.2

Miles de contratos

	2005	2006	2007	2008	Var. (%) 2008/07
Eurex ¹	1.248.748	1.526.752	1.899.862	2.165.033	12,2
Euronext ²	766.715	710.205	907.584	1.035.651	12,4
Euronext.Liffe ³	416.689	497.354	656.134	795.763	17,5
Euronext París	232.334	86.017	91.622	97.751	6,3
Euronext Ámsterdam	117.692	126.834	159.828	142.137	-12,4
OM ⁴	113.705	139.233	161.509	160.216	-0,8
MEFF	35.219	40.775	44.177	55.055	19,8
IDEM/MIF ⁵	25.871	31.591	37.125	35.929	-3,3

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 permite 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 y Oporto.
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.

Negociación de futuros y opciones sobre acciones individuales de MEFF RV

CUADRO 5.3

Mercados y emisores
Mercados de productos
derivados

N.º de contratos

	Opciones			Futuros		
	2007	2008	Var. (%) 2008/07	2007	2008	Var. (%) 2008/07
ABENGOA	0	72	—	0	42	—
ABERTIS	86.596	114.508	32,2	50.041	20.026	-60,0
ACCIONA	1.578	8.306	426,4	4.799	4.689	-2,3
ACERINOX	212.939	244.783	15,0	29.331	10.217	-65,2
ACS	25.825	28.800	11,5	11.911	43.707	266,9
ALTADIS	300.946	300	-99,9	120.098	0	-100,0
ANTENA 3 TV	710	239	-66,3	21.865	2.520	-88,5
B. SABADELL	103.978	109.789	5,6	76.746	203.614	165,3
BANESTO	10.813	4.191	-61,2	9.327	4.981	-46,6
BANKINTER	73.593	10.724	-85,4	22.801	107.678	372,3
BBVA	2.500.745	3.147.971	25,9	4.077.451	9.096.220	123,1
BME	200	4.394	2.097,0	813	46.666	5.640,0
CINTRA	7.107	29.545	315,7	8.694	1.855	-78,7
ENAGAS	34.740	43.601	25,5	53.082	44.859	-15,5
ENDESA	101.501	5.028	-95,0	441.661	129.364	-70,7
FCC	21.439	10.642	-50,4	27.527	16.766	-39,1
FERROVIAL	1.996	9.243	363,1	5.960	8.051	35,1
GAMESA	3.467	3.451	-0,5	9.782	3.847	-60,7
GAS NATURAL	104.001	42.281	-59,3	31.654	8.626	-72,7
GRIFOLS	0	1.273	—	0	180	—
IBERDR. RENOVABLES	0	92.887	—	0	1.057	—
IBERDROLA	1.650.628	3.907.945	136,8	1.143.885	4.454.310	289,4
IBERIA	77.887	1.635	-97,9	40.906	7.791	-81,0
INDITEX	124.372	124.341	0,0	90.952	30.180	-66,8
INDRA	32.749	18.356	-43,9	2.005	8.484	323,1
MAPFRE	997	7.087	610,8	21.612	18.792	-13,0
METROVACESA	6	0	-100,0	357	0	-100,0
NH HOTELES	56	0	-100,0	5.483	147	-97,3
POPULAR	415.405	1.161.600	179,6	270.861	562.960	107,8
PRISA	71.612	0	-100,0	31.220	10.156	-67,5
RED ELECTRICA	15.186	11.329	-25,4	28.300	35.283	24,7
REPSOL	944.762	1.341.491	42,0	1.110.222	2.167.863	95,3
SACYR VALLE.	4.972	2.893	-41,8	16.454	12.818	-22,1
SANTANDER	3.972.744	3.741.252	-5,8	6.431.387	15.974.776	148,4
SOGECABLE	43.388	355	-99,2	3.793	48	-98,7
TELECINCO	132	2.965	2.146,2	9.645	13.384	38,8
TELEFÓNICA	2.475.688	4.002.266	61,7	6.826.659	13.074.850	91,5
U. FENOSA	170735	81.706	-52,1	201.672	91.294	-54,7
TOTAL	13.593.493	18.317.249	34,8	21.238.956	46.218.101	117,6

Fuente: MEFF.

La actividad en MEFF durante 2008 fue diferente en los dos grandes segmentos: los contratos con subyacente Ibex 35, cuya negociación global se ha reducido en un 10,9%, y los contratos con subyacente acciones individuales, cuya negociación aumentó un 85%, en línea con los tres últimos ejercicios.

En este último caso, destaca la contratación en futuros sobre acciones españolas de MEFF, que creció un 117,1% respecto al año anterior, superando los 46,2 millones de contratos. Como puede apreciarse en el cuadro 5.3 la negociación se concentró en los futuros sobre las acciones más líquidas y de mayor capitalización. Así, en futuros sobre acciones de Banco de Santander, Telefónica, BBVA e Iberdrola se negociaron más de 15,9, 13,0, 9,0 y 4,4 millones de contratos, respectivamente, representando el 92,2% del total de negociación.

La contratación de las opciones sobre acciones experimentó también un incremento notable, al crecer un 34,8% respecto a 2007, superando la cifra de 18,3 millones de contratos. 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. Adicionalmente, la mayor percepción del riesgo de contraparte, tras la quiebra de Lehman Brothers, pudo haber motivado un incremento de la operativa en mercados regulados con cámara de contrapartida central en detrimento de la contratación OTC con liquidación bilateral. En el cuadro 5.3 puede observarse cómo los subyacentes más negociados en opciones sobre acciones corresponden a Telefónica con 4 millones, Iberdrola con 3,9 millones, Banco de Santander con 3,7 millones y BBVA con 3,1 millones. Los siguientes lugares los ocupan las opciones sobre Repsol y sobre Banco Popular con 1,3 y 1,1 millones de contratos, respectivamente. La negociación en opciones sobre estos seis subyacentes representó el 94,5% del total de opciones sobre acciones.

La negociación de los contratos de opciones y futuros sobre el Ibex 35 tuvo un comportamiento dispar. En el caso de los futuros sobre Ibex 35 su contratación se redujo un 12,8% respecto a 2007, quedándose en poco más de 7,6 millones de contratos (véase cuadro 5.1). El futuro Ibex 35 Plus¹, que hasta el año pasado era el producto derivado más importante del mercado de valores español y que en 2008 fue superado, en número de contratos, por algunos futuros sobre acciones individuales, disminuyó su negociación un 13,8% respecto al año anterior. En cambio, el futuro sobre el Ibex 35 Mini², con un multiplicador de un euro frente a los 10 del Ibex 35 Plus y, por tanto, más enfocado al inversor minorista, incrementó su contratación en un 15,2%.

A diferencia de lo ocurrido con los futuros sobre Ibex 35, la contratación de opciones sobre este índice creció un 46,1%, superando los 8 millones de contratos en 2008, el mayor volumen anual de la década.

Por otro lado, la evolución del número de miembros en MEFF en 2008 fue similar a la de los últimos años. Se incrementó el número de miembros en MEFF RV, debido a la incorporación de miembros negociadores por cuenta propia. En cambio, en MEFF RF disminuyó el número de miembros (véase cuadro 5.4).

La operativa de los miembros de MEFF a través de EuroMEFF descendió en 2008, como ya sucediera el año anterior. EuroMEFF es una sociedad de valores a través de

1. Los contratos de futuros Ibex 35 Plus tienen como activo subyacente el índice Ibex 35 multiplicado por 10 euros. Estos contratos también se denominan simplemente futuros Ibex 35.

2. Los contratos de futuros mini Ibex 35 tienen como activo subyacente el índice Ibex 35 multiplicado por 1 euro.

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 se redujo un 16,1%, debido al descenso del 17,9% en la contratación de futuros sobre deuda europea y del 14,7% en la contratación sobre índices bursátiles europeos.

Número de miembros en MEFF

CUADRO 5.4

	2007	2008
MEFF renta variable	110	114
Liquidadores custodios	30	29
Liquidadores	30	29
Negociadores	33	31
Negociadores por cuenta propia	17	25
MEFF renta fija	52	49
Liquidadores custodios	31	30
Liquidadores	10	9
Negociadores	11	10

Fuente: MEFF y CNMV.

5.1.1. Novedades del Mercado MEFF

En 2008, la principal novedad del mercado MEFF fue la ampliación de la gama de opciones sobre acciones. El 21 de abril de 2008 MEFF lanzó nuevas opciones de estilo europeo (aquellas que sólo pueden ejercerse en la fecha de vencimiento) sobre los valores que ya disponen en este mercado de opciones de estilo americano, esto es, que pueden ejercerse en cualquier momento previo a su vencimiento. La liquidación de esta nueva gama de opciones de estilo europeo se realiza mediante entrega de las acciones subyacentes. Los vencimientos son los terceros viernes de los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre y, adicionalmente, pueden introducirse a negociación contratos con vencimiento en los meses no incluidos en el ciclo anterior. En total, los nuevos contratos tienen como subyacente a 55 valores de empresas españolas cotizadas.

MEFF continuó en 2008 con la mejora de su plataforma electrónica, poniendo en marcha una nueva versión, la 8.01. Además, comenzó a trabajar en una nueva versión, la 9.0, con los objetivos de homogeneizar la codificación en todas las familias de productos listados, permitir el lanzamiento de contratos flexibles en fechas de vencimiento y precios de ejercicio, así como poder aumentar las opciones sobre acciones hasta cinco años listadas. También introdujo otras mejoras tecnológicas en el sistema de negociación y en la cámara de compensación y liquidación, que permiten triplicar la capacidad del proceso del sistema central.

Asimismo, MEFF colaboró en 2008 con el mercado colombiano para la puesta en marcha de una cámara de contrapartida central para productos derivados en aquel país. Dicho mercado funcionará con tecnología MEFF, que ya está presente en otros países, como es el caso del mercado de derivados mexicano MEXDER.

5.1.2. MEFF y el mercado eléctrico

En el contexto de su estrategia de diversificación de negocio, MEFF logró un mayor posicionamiento en el mercado eléctrico al establecer nuevas prestaciones y ofertas.

Desde 2006 y gracias a un acuerdo con Red Eléctrica Española (REE), MEFF gestiona, en régimen de contraparte central por delegación de REE, las garantías, cobros y pagos derivados de las nuevas funciones liquidadoras asignadas a REE en su calidad de operador del sistema eléctrico. Estas funciones liquidadoras se realizan 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. Al no tratarse de liquidaciones de instrumentos financieros, esta actividad no está sujeta a la supervisión de la CNMV. En 2008, este servicio ofrecido por MEFF afectó a más de 350 agentes.

Durante el año pasado, MEFF continuó siendo el agente responsable de gestionar las garantías y pagos de Endesa Distribución e Iberdrola Distribución en las subastas de contratos bilaterales de energía para el suministro a tarifa (subastas CESUR), que suponen alrededor del 70% del volumen subastado.

Asimismo, la Comisión Nacional de la Energía designó, mediante concurso público, a MEFF como entidad gestora de la sexta y séptima subastas de emisiones primarias de energía, en colaboración con IBM. Estas emisiones son opciones de compra de energía liquidables por diferencias quedando, por tanto, encuadradas en el artículo 2 de la Ley del Mercado de Valores y bajo la supervisión de la CNMV. El precio de ejercicio y los volúmenes totales son prefijados por la Secretaría General de Energía, mientras que la prima se fija en cada una de las subastas previstas en la resolución. La sexta subasta tuvo lugar el 23 de septiembre y, en ella, MEFF e IBM se encargaron de llevar el registro y calificación de los agentes interesados en participar, la realización de la propia subasta y la gestión de liquidación y garantías de la misma. La séptima subasta se celebrará en 2009.

5.2 Warrants y certificados

5.2.1. Emisiones

En 2008, el mercado primario de *warrants* creció a un fuerte ritmo, continuando la tendencia de los últimos años, tanto en términos del importe de las primas como en el número de emisiones. Comparándolo con 2007, el importe de las primas aumentó un 37,2%, hasta los 12,2 millardos de euros. Algo más de la mitad de este importe corresponde a primas de *warrants* sobre acciones, cuyo peso en el total es, sin embargo, menor que en 2007, debido al fuerte crecimiento del importe de las primas de *warrants* sobre otros subyacentes (véase cuadro 5.5). El número de emisiones aumentó un 39,8% hasta las 9.790, incrementándose en uno el número de emisores, de forma que al final del año eran ocho³.

Al igual que en 2006 y 2007, también en 2008 se registraron emisiones de certificados. Sin embargo, el importe de las primas disminuyó significativamente. En porcentaje se redujo un 71,3%, pasando de 418,4 millones en 2007 hasta 120,1 en 2008. Las emisiones se realizaron sobre índices, que representaron un 73,7% del total de primas emitidas. El resto estuvo constituido por emisiones sobre acciones, no registrándose emisiones sobre materias primas.

3. Los ocho emisores de *warrants* en 2007 con los respectivos importes emitidos, en millones de euros, entre paréntesis, fueron: Société Générale 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).

Emissiones de *warrants* registradas en la CNMV

CUADRO 5.5

Importes en miles de euros

	Número		Importe de la prima				Materias
	Emisores	Emissiones	Total	Acciones	Índices ¹	Divisas	Primas
2004	7	1.600	1.525.250	929.005	554.887	31.710	9.648
2005 ²	6	1.720	1.840.016	1.180.845	562.258	96.913	0
2006 ²	8	4.063	5.144.333	3.697.600	1.070.119	320.015	56.600
2007 ^{2,3}	7	7.005	8.920.269	6.215.075	2.313.222	163.201	228.772
2008 ^{2,3}	8	9.790	12.234.336	6.914.044	4.552.107	425.336	342.850

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.

3. Los datos incluyen las emisiones de *turbowarrants*.

Emissiones de certificados registradas en la CNMV

CUADRO 5.6

Importes en miles de euros

	Número		Importe de la prima				Materias
	Emisores	Emissiones	Total	Acciones	Índices ¹	Divisas	Primas
2002	1	1	200.000	0	200.000	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
2008 ²	1	10	120.083	31.583	88.500	0	0

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

La negociación en el mercado secundario de *warrants*, tras alcanzar un máximo histórico en 2007, experimentó una fuerte contracción en 2008. Las primas totales negociadas en el mercado bursátil de *warrants* disminuyeron un 42,6%, volviendo a cifras muy similares a las de 2006. Sin embargo, el número de *warrants* negociados durante el año creció un 24,7%.

La disminución del volumen de contratación total de *warrants* se produjo gracias al fuerte descenso, ligeramente superior al 50%, de la negociación sobre *warrants* con subyacentes sobre acciones individuales. También se redujo la contratación de *warrants* sobre índices, aunque en menor medida. En cambio, la negociación de *warrants* sobre divisas y materias primas tuvo un fuerte crecimiento (141,3% y 61,75 respectivamente), aunque los volúmenes en estos subyacentes son muy inferiores a los de acciones e índices y no compensaron el descenso de estos últimos. Este fuerte crecimiento del volumen de contratación en *warrants* sobre divisas y materias primas podría deberse al lanzamiento en 2007 de los *turbowarrants*⁴, que se han centrado mucho en subyacentes de índices, divisas y materias primas.

4. Los *turbowarrants* incorporan unas características de emisión que hacen que el comportamiento de sus primas se asemeje a los futuros, ya que no tienen sensibilidad a las variaciones en la volatilidad del activo subyacente. Además, incluyen una barrera que si se alcanzase antes del vencimiento cancelaría los derechos del tenedor del *warrant* a comprar o vender el activo subyacente al precio de ejercicio.

Por su parte, los certificados registraron un fuerte descenso del 66,3% en las primas negociadas, siguiendo con la tendencia a la reducción iniciada en 2004. Sin embargo, el número de emisiones que registraron contratación aumentó en ocho, pasando de 18 a 26 (véase cuadro 5.8). El fuerte descenso en las primas negociadas se debe a la contracción en la negociación de los certificados que tienen como subyacente un índice, que disminuyó un 71,8%. En cambio, la contratación sobre acciones y sobre materias primas aumentó, especialmente las de estas últimas.

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
		Índices ²	Acciones	Divisas ³	Materias Primas	
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
2008	9.770	1.066.510	1.727.644	78.107	71.467	2.943.728

Fuente: CNMV.

1. Número de emisiones que registraron contratación en cada periodo.
2. Incluye cestas de valores y de índices.

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
		Índices ²	Acciones	Divisas ³	Materias Primas	
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
2008	26	13.673,4	1.617,3	0	1513,8	16.804,5

Fuente: CNMV.

1. Número de emisiones que registraron contratación en cada periodo.
2. Incluye cestas de valores y de índices.

5.3 Otros contratos financieros

El registro de contratos de compra-venta de opciones (anteriormente denominados contratos financieros atípicos) en la CNMV se redujo un 49,0% en 2008 (véase cuadro 5.9). El importe nominal emitido fue de 77,0 millones de euros, que correspondió en su totalidad a contratos sobre acciones. Un solo emisor⁵ registró este tipo de contratos 2008, frente a los tres del año anterior.

5. El único emisor de estos contratos financieros fue Banco Guipuzcoano.

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

CUADRO 5.9

Mercados y emisores
Mercados de productos
derivados

Importes en miles de euros

	Número		Importe de la prima				
	Emisores	Emisiones	Total	Acciones	Índices ¹	Materias Primas	Tipos de Cambio
2004	8	31	247.717	195.305	52.412	0	0
2005	4	13	112.200	87.800	16.400	0	8.000
2006	4	12	206.840	196.240	10.600	0	0
2007	3	9	151.000	145.000	6.000	0	0
2008	1	4	77.000	77.000	0	0	0

Fuente: CNMV.

1. Incluye cestas de valores y de índices.

5.4 Mercado de Futuros sobre el Aceite de Oliva (MFAO)

La contratación en MFAO aumentó ligeramente en 2007, negociándose un total de 60.141 contratos⁶ frente a los 58.870 del año anterior, lo que supuso un incremento del 2,2%. Sin embargo, el número de posiciones abiertas descendió en 2008, tanto a final de año (3.925 contratos frente a 5.170 en 2007) como en promedio (6.713 contratos frente a 7.542). En cualquier caso, puede decirse que 2008 fue un año de consolidación para MFAO, dado que el crecimiento del número de contratos de futuros negociados se produjo en un contexto de descenso de las transacciones en contado y el mercado se convirtió en una referencia necesaria en la fijación de precios para el sector olivarero.

Una de las características destacables del mercado es que en las sesiones se negocian no sólo el vencimiento más cercano sino también el resto de vencimientos para los que existe además posición abierta. De esta manera, existe una referencia de precios a futuros en todos los vencimientos, lo que permite la construcción de una curva a plazo del aceite de oliva superior a un año.

Al cierre del ejercicio, MFAO contaba con 18 miembros, uno menos que el año anterior. El descenso se produjo por la fusión de dos miembros liquidadores, Caja El Monte y Caja de San Fernando (en Cajasol).

Número de miembros en MFAO

CUADRO 5.10

	2007	2008
Liquidadores custodios	5	5
Liquidadores	7	6
Negociadores	2	2
Industriales	5	5
Total	19	18

Fuente: MFAO y CNMV.

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

III Entidades financieras y servicios de inversión

El pasado ejercicio resultó especialmente complicado en todo el mundo para la industria de inversión colectiva. El patrimonio de las IIC se redujo de forma significativa como consecuencia tanto de la desfavorable evolución de los precios como del fuerte aumento de las solicitudes de reembolso y del descenso de las suscripciones. Estas últimas fueron negativas, en términos netos, en casi todas las categorías de fondos de inversión, incluidas las de menor riesgo, debido al aumento de la percepción del riesgo y al atractivo de otros productos, como los depósitos bancarios, especialmente promocionados por las entidades de crédito desde el inicio de la crisis financiera. La quiebra de Lehman y, posteriormente, el fraude Madoff tuvieron un impacto directo reducido en las IIC españolas, como se indica en el capítulo 11, pero contribuyeron a generar una mayor prevención de los inversores hacia la inversión colectiva y el resto de las modalidades de inversión en los mercados de valores.

A pesar de la caída del patrimonio, la industria de inversión colectiva continuó manteniendo una posición importante en la canalización del ahorro nacional. Como se indicó en el capítulo 1, a finales de septiembre, los hogares mantenían el 9,4% de sus activos en productos de inversión colectiva. Asimismo, tomando como base el mes de noviembre de 2008, último mes para el que se disponía de información sobre la mayor parte de los datos relevantes de las IIC¹, puede estimarse que el patrimonio de las IIC nacionales, incluidas las SICAV, equivalía al 20,6% del PIB.

Las IIC incrementaron de forma generalizada y sustancial el peso de la partida de liquidez en sus carteras, especialmente a partir del mes de marzo, tras la emisión de un comunicado de la CNMV en el que se recordaba la importancia de mantener niveles holgados de liquidez en el actual contexto de aumento de los reembolsos y de dificultades para la valoración de determinados activos, fundamentalmente inmobiliarios y valores de renta fija privada, así como para su venta en mercado. A pesar de ello, algunas instituciones concentradas en las modalidades de inversión libre e inversión inmobiliaria afrontaron dificultades en esta materia, debido a la especial naturaleza de sus activos de inversión. La CNMV facilitó la gestión de estas situaciones mediante diversas medidas previstas en la regulación. No obstante, en algunos casos, las dificultades de liquidez provocaron algunas liquidaciones, sobre todo en el ámbito de la inversión libre, que se produjeron de forma ordenada.

En este capítulo se describen los principales rasgos de la inversión colectiva a lo largo de 2008 en España. El epígrafe 6.1 se dedica a los fondos de inversión y el 6.2

1. A la fecha de cierre de este Informe, los últimos datos contables disponibles de las IIC se refieren a noviembre de 2008 debido a la entrada en vigor de la Circular 3/2008, de 11 de septiembre, de la CNMV, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las IIC, modificada, a su vez, por la Circular 11/2008, de 30 de diciembre, que ha supuesto un retraso en la remisión de información por parte de las gestoras.

a las sociedades de inversión. Las IIC extranjeras comercializadas en España son tratadas en el apartado 6.3. El comportamiento de las sociedades gestoras de IIC se describe en el apartado 6.4 y el último apartado 6.5 recoge las características de la actuación de los depositarios de IIC durante 2008.

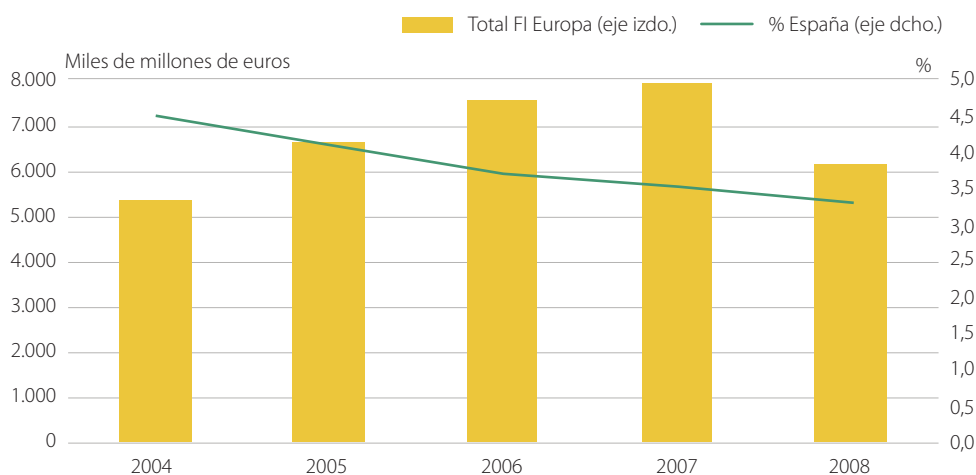
6.1 Fondos de inversión

Como se ha indicado, 2008 fue un año difícil para la industria de fondos de inversión en todo el mundo. En particular, los activos administrados por la industria europea experimentaron un retroceso notable y generalizado, propiciado tanto por la caída de los precios como por el predominio de los reembolsos sobre las suscripciones. De acuerdo con la Asociación Europea de Gestores de Fondos y Activos (*European Fund and Asset Management Association*, EFAMA), el patrimonio neto de los fondos europeos se redujo el 22,3%. En los siete países con mayor peso en el patrimonio total (por este orden, Luxemburgo, Francia, Alemania, Irlanda, Reino Unido, Italia y España), el descenso osciló entre el 12,5% (Alemania) y el 39% (Reino Unido).

En España, el patrimonio total de los fondos de inversión se situó en 188,9 millardos de euros en noviembre de 2008, lo que supone un descenso del 28,7% respecto al mes de diciembre de 2007. Los fondos de inversión de carácter financiero concentraban el 96% del importe indicado y los fondos inmobiliarios el resto. La reducción del patrimonio afectó a ambos tipos de vehículos y, como en el resto de los países europeos, se vio alimentada por la reducción de los precios de los activos, especialmente significativa en renta variable, renta fija privada y activos inmobiliarios, así como por el aumento de los reembolsos y el descenso de las suscripciones. Conviene señalar que los fondos españoles vienen registrando suscripciones netas negativas desde 2006, como consecuencia, inicialmente, de modificaciones en la fiscalidad del ahorro y, posteriormente, de la evolución desfavorable de las rentabilidades y del aumento de la percepción de riesgo. Durante el pasado ejercicio, la diferencia entre reembolsos y suscripciones se amplió considerablemente, reflejando un fuerte aumento de la percepción de riesgo respecto a los productos de inversión colectiva y el mayor atractivo de algunos productos alternativos, como los depósitos bancarios, en un contexto de competencia de las entidades de crédito por la captación de pasivos.

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

GRÁFICO 6.1



Fuente: EFAMA.

El comportamiento inversor de los hogares tuvo una marcada influencia en la evolución de la industria de fondos durante 2008. Como se indicó en el capítulo 1, durante los tres primeros trimestres de 2008 los hogares desinvertieron de modo significativo en productos de inversión colectiva, mientras aumentaba en un 21,4% su inversión en depósitos bancarios, todo ello en un contexto de reducción del 70% de la inversión total de este sector en activos financieros. Como consecuencia, el peso de los productos de inversión colectiva en la cartera de instrumentos financieros de los hogares descendió del 11,4% al 9,4%.

Fondos de inversión de carácter financiero

Dentro de los fondos de carácter financiero, los fondos mobiliarios tradicionales concentraban el 99% del patrimonio total (179,6 millardos de euros) a finales de noviembre de 2008 y los vehículos de inversión libre el resto (1,8 millardos). El patrimonio de los primeros experimentó un descenso del 29,6% respecto a diciembre de 2007, considerablemente superior al experimentado durante todo el ejercicio anterior (5,6%), debido a la mayor intensidad de la desinversión neta por parte de los partícipes. En efecto, durante los once primeros meses de 2008, las suscripciones netas negativas supusieron el 25% de la reducción patrimonial total, en comparación con el 8,5% de 2007. El rendimiento neto del patrimonio fue, asimismo, negativo, generando una disminución del valor de los activos del 4,3%. En 2007, el citado rendimiento había sido positivo, aportando un incremento patrimonial del 2,4%. En el Anexo III.1 se ofrece un mayor detalle de la contribución de las suscripciones netas y de los rendimientos de la cartera a la variación del patrimonio para las diferentes categorías de fondos de carácter financiero, incluidos los vehículos de inversión libre, cuya evolución se comentará más adelante.

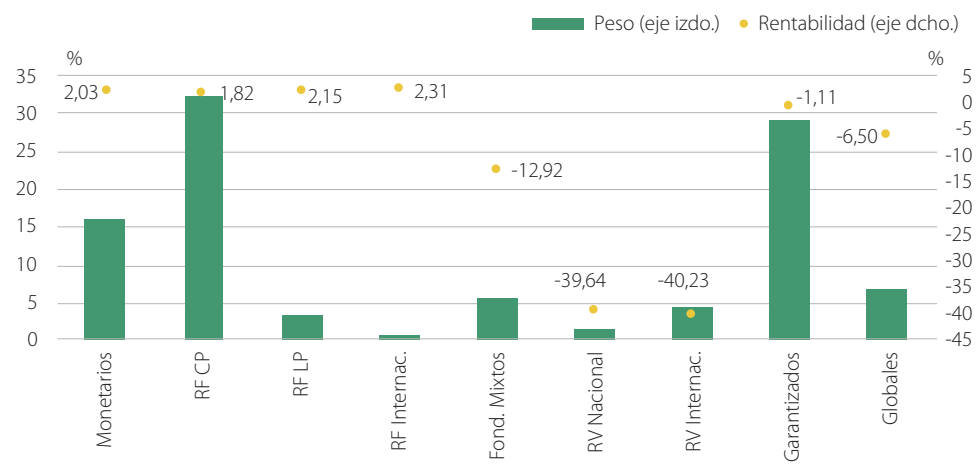
Todas las categorías de fondos de inversión mobiliaria tradicionales experimentaron disminuciones patrimoniales, a excepción de los fondos garantizados de renta fija y de los fondos monetarios, aunque, en este último caso, el incremento patrimonial se produjo, en gran medida, como consecuencia de la incorporación de un considerable número de fondos de renta fija a corto plazo que modificaron su vocación tras la entrada en vigor de la Circular 1/2007 de 11 de julio, sobre requerimientos de información estadística a las instituciones de inversión colectiva de la Unión Europea. Como se aprecia en el gráfico 6.2, las vocaciones que concentraban un mayor volumen de patrimonio eran, por este orden, las de renta fija a corto plazo, los fondos garantizados y los fondos monetarios que, de forma conjunta, suponían más del 78% del total del patrimonio de los fondos mobiliarios tradicionales a finales de noviembre de 2008. El predominio de los fondos de menor riesgo, más acusado incluso que en 2007, refleja el perfil eminentemente conservador de los inversores.

Sólo las categorías de renta fija habían acumulado una rentabilidad positiva en noviembre respecto al mismo mes del año anterior, aunque con niveles reducidos. En las vocaciones de renta variable, las pérdidas se situaron en torno al 40% del valor liquidativo durante el periodo de referencia. En el Anexo III.6 puede consultarse la evolución de las rentabilidades para las distintas categorías durante los últimos años, así como la evolución de las suscripciones netas.

En cuanto a la evolución de la cartera de inversión, es necesario destacar el aumento significativo de la liquidez. Como se indica en el cuadro 6.1, la partida de liqui-

**Fondos de inversión de carácter financiero:
distribución del patrimonio y rentabilidad por vocaciones¹**

GRÁFICO 6.2



Fuente: CNMV.

1. Excluidas las categorías de inversión libre. Para cada vocación, peso del patrimonio sobre el patrimonio total a noviembre de 2008 y rentabilidades acumuladas entre noviembre de 2007 y noviembre de 2008.

dez de los fondos de inversión mobiliaria tradicionales pasó a representar el 10,9% del patrimonio en noviembre de 2008, frente al 5,2% del mismo mes del año anterior. Hay que recordar que la CNMV emitió en el mes de marzo del pasado año una comunicación dirigida a las gestoras en la que se resaltaba la necesidad de tener una política adecuada de liquidez en el actual contexto de los mercados, especialmente por las dificultades para realizar determinados activos de renta fija privada en tiempo y valor razonables.

Distribución del patrimonio de los fondos de inversión mobiliarios¹

CUADRO 6.1

Importes en miles de euros

	2007 ²	%	2008 ²	%
Liquidez	13.414.003	5,15	19.589.770	10,91
Inversión en cartera	246.274.681	94,60	158.981.824	88,52
Cartera interior	136.925.609	52,59	97.159.700	54,10
Acciones	12.412.311	4,77	4.141.497	2,31
Participaciones en fondos de inversión	19.012.689	7,30	10.527.779	5,86
Valores de renta fija pública	11.056.080	4,25	12.210.379	6,80
Valores de renta fija privada	61.337.138	23,56	44.032.124	24,52
Adquisición temporal de activos	32.431.830	12,46	26.011.784	14,48
Cartera no cotizada	356	0,00	957	0,00
Resto	675.205	0,26	235.180	0,13
Cartera exterior	109.349.072	42,00	61.822.124	34,42
Euros	98.047.627	37,66	58.493.333	32,57
Resto	11.301.445	4,34	3.328.791	1,85
Saldo neto (Deudores-Acreedores)	656.999	0,25	1.033.027	0,58
Patrimonio	260.345.683	100,00	179.604.621	100,00

Fuente: CNMV.

1. Excluidas las IIC de Inversión Libre (FIL e FIICIL).

2. A 30 de noviembre.

También cabe destacar la reducción del peso de la cartera exterior en el patrimonio, que pasó del 42% en noviembre de 2007 al 34,4% en el mismo mes de 2008. Respecto a la cartera interior, cabe indicar que aumentó el peso de la renta fija pública, las adquisiciones temporales de activos y, en menor medida, la renta fija privada, disminuyendo sustancialmente el correspondiente a las participaciones en otros fondos.

IIC de inversión libre

Como se ha indicado, los vehículos de inversión libre, de implantación reciente en nuestro país, alcanzaron en noviembre un importe de 1.802 millones de euros, lo que supone un incremento del 24,7% respecto a diciembre del año anterior. A pesar de este notable aumento, asociado a la autorización de nuevos vehículos, 2008 fue un año difícil para las IIC de inversión libre. Problemas de liquidez, derivados de la naturaleza de los activos de inversión, junto con un elevado número de solicitudes de reembolso, afectaron a la viabilidad de algunos vehículos y propiciaron las primeras bajas en el registro desde la implantación de esta modalidad de inversión que, en conjunto, supone menos del 1% del patrimonio de las instituciones de inversión colectiva. Así, durante 2008 se dieron de baja tres fondos de inversión libre y cuatro fondos de fondos. Varios vehículos se hallaban en proceso de baja o liquidación durante los primeros meses de 2009.

Las adversas condiciones del mercado propiciaron que un menor número de vehículos se diesen de alta en la CNMV. Concretamente, en 2008 se registraron cinco fondos, una sociedad y 13 fondos de fondos, frente a 16 fondos y 29 fondos de fondos en 2007. También cabe señalar que de las 53 sociedades gestoras que tenían autorización para gestionar vehículos de inversión libre a final de año, 12 de ellas todavía no habían lanzado ningún producto de estas características. Asimismo, se observa que algunas IIC de inversión libre están teniendo dificultades en cuanto a su comercialización o a la hora de alcanzar o mantener el patrimonio y número de partícipes mínimo exigido por la normativa.

Cabe destacar como novedad la inscripción, ya a principios de 2009, de la primera sociedad de inversión libre (SIL), Nordinvest, gestionada por una sociedad de valores. Hasta ese momento, la autorización de IIC de inversión libre con forma societaria estaba pendiente del desarrollo normativo del Mercado Alternativo Bursátil que recogiera los requisitos y procedimiento de cotización de las SIL en dicho mercado. Como se indicó en el capítulo 2, tal desarrollo se completó en 2008.

IIC inmobiliarias

El patrimonio de las IIC inmobiliarias se situó en 7,5 millardos de euros en noviembre de 2008, lo que supone un descenso del 13% sobre diciembre del año anterior. Los fondos (FII) concentraron el 95,4% del total, correspondiendo el resto a sociedades (SII). Como en el caso de los fondos de inversión de carácter financiero, las suscripciones fueron negativas en términos netos, reflejando la percepción de los inversores sobre el comportamiento del mercado inmobiliario, aunque los FII obtuvieron una rentabilidad positiva del 1,6% entre noviembre de 2007 y noviembre de 2008. En el Anexo III.6 puede consultarse la evolución de las rentabilidades y suscripciones netas de estos vehículos durante los últimos años.

También en este caso, algunos fondos inmobiliarios tuvieron dificultades para atender los reembolsos en las ventanas de liquidez previstas, debido a la evolución adver-

sa del mercado y al aumento de las solicitudes de reembolso. En este contexto, algunas IIC inmobiliarias solicitaron a la CNMV autorización, dentro de lo previsto en la normativa (véase recuadro en el capítulo 11), para la realización de determinadas operaciones como la venta anticipada de inmuebles (antes de los tres años que marca la ley), la reducción de la frecuencia de los reembolsos (de una al año, como mínimo, a una cada dos años) o la realización de tasaciones adicionales de los inmuebles, con el fin de adecuar el valor liquidativo del fondo a la evolución del mercado inmobiliario. Como se indica en el capítulo 11, en los primeros meses de 2009 la CNMV autorizó, a solicitud de las correspondientes gestoras, ante órdenes de reembolso recibidas por porcentajes del patrimonio muy significativos, la suspensión durante dos años de los reembolsos de dos fondos de inversión inmobiliarios.

Instituciones y partícipes

Ante las dificultades de comercialización, las sociedades gestoras redujeron de modo notable el lanzamiento de nuevos productos de inversión colectiva respecto al año anterior, al tiempo que aumentaba el número de bajas. En el caso de los fondos de inversión de carácter financiero, su número al cierre del ejercicio, excluidos los vehículos de inversión libre, era ligeramente inferior al de 2007, como se indica en el cuadro 6.2. En el caso de la inversión libre, el crecimiento en el número de IIC se explica por la inercia inicial de esta modalidad, de reciente implantación. Finalmente, no se produjo variación en el número total de vehículos en la inversión inmobiliaria.

Altas y bajas en el registro de entidades en 2008

CUADRO 6.2

Tipo de entidad	Entidades registradas a 31/12/07	Altas	Bajas	Entidades registradas a 31/12/08
	Total IIC de carácter financiero	6.296	302	244
Fondos de inversión	2.954	147	158	2.943
Sociedades de inversión	3.290	136	79	3.347
IIC de IIC de inversión libre	31	13	4	40
IIC de inversión libre	21	6	3	24
Total IIC inmobiliarias	18	1	1	18
Fondos de inversión inmobiliaria	9	0	0	9
Sociedades de inversión inmobiliaria	9	1	1	9
Total IIC extranjeras comercializadas en España	440	147	24	563
Fondos extranjeros	225	104	17	312
Sociedades extranjeras	215	43	7	251
SGIIC	120	3	3	120
Depositarios	126	0	1	125

Fuente: CNMV.

El número de partícipes en fondos de inversión descendió en cerca de 2 millones, situándose en torno a los 6 millones en noviembre de 2008. Dentro de los fondos mobiliarios tradicionales, los que contaron con mayor número de partícipes fueron, por este orden, los garantizados de renta variable, los de renta fija a corto plazo, los fondos monetarios, los garantizados de renta fija y los fondos globales. Estas voca-

ciones concentraron, en conjunto, el 73,5% del número total de partícipes (véase el Anexo III.1 para un mayor detalle del desglose de partícipes por categorías de fondos).

Las personas físicas suponían, en noviembre de 2008, el 97% del número total de partícipes de los fondos de carácter financiero y acumulaban el 77% de su patrimonio. El patrimonio medio por partícipe para estas instituciones de inversión colectiva se situó en 30.000 euros, 1.800 euros menos que en diciembre del año anterior. En cuanto al patrimonio medio por fondo, su importe se redujo de 86 millones de euros a 60 millones entre los meses indicados.

Participación de los fondos en el capital de las empresas cotizadas

El artículo 81 del Reglamento de IIC² establece la obligación de que las sociedades gestoras den cuenta en el informe anual de su posición respecto al ejercicio de los derechos políticos asociados a los valores adquiridos por los fondos. En noviembre de 2008, doce sociedades gestoras de IIC administraban fondos con una participación superior al 1% en el capital de sociedades cotizadas en las bolsas españolas (véase el cuadro 6.3).

Participaciones significativas de las gestoras de IIC

CUADRO 6.3

Sociedad gestora	Número de valores españoles del mercado continuo	Rango de participaciones ¹ (%)	
		Máxima	Mínima
BESTINVER GESTIÓN	19	10,2	1,1
SANTANDER ASSET MANAGEMENT	3	1,5	1,1
ESPIRITO SANTO GESTIÓN	2	2,0	1,1
POPULAR GESTIÓN	2	1,2	1,0
INVERCAIXA GESTIÓN	1	2,5	2,5
RENTA 4 GESTORA	1	1,3	1,3
BANSABADELL INVERSIÓN	1	1,0	1,0
PRIVAT BANK PATRIMONIO	1	1,2	1,2
IBERCAJA GESTIÓN	1	1,2	1,2
AHORRO CORPORACIÓN GESTIÓN	1	1,5	1,5
RIVA Y GARCÍA GESTIÓN	1	1,3	1,3
GESCOOPERATIVO	1	1,0	1,0

Fuente: CNMV

1. Participaciones máxima y mínima de los fondos gestionados por la sociedad gestora en el capital de la sociedad del mercado continuo. Datos a noviembre de 2008.

El número de empresas españolas cotizadas en las que los fondos de inversión tenían participaciones significativas ascendía a 30. De ellas, solamente una pertenecía al Ibex 35, por lo que el grueso de participaciones significativas seguía recayendo en sociedades de capitalización mediana y pequeña. En una empresa, Miquel y Costas & Miquel, las participaciones agregadas de los fondos de inversión alcanzaban una proporción superior al 10% del capital total.

2. 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.

Comisiones

La comisión de gestión de los fondos de inversión mobiliaria tradicionales, excluidos los fondos negociados en bolsa (ETF), se redujo desde el 1,02% del patrimonio medio diario en diciembre de 2007 hasta el 0,92% en septiembre de 2008 (véase el Anexo III.3). Este descenso guarda relación, principalmente, con la caída del patrimonio en los fondos con comisiones más elevadas (los de renta variable), más intensa que en el resto. La comisión de depósito se mantuvo estable en el 0,09% del patrimonio medio diario durante el periodo indicado.

En cuanto a los ETF, la comisión de gestión también experimentó una reducción, pasando del 0,18% del patrimonio medio diario en diciembre de 2007 al 0,15% en septiembre de 2008 (véase Anexo III.4). Como se puede observar, la comisión de gestión de los fondos cotizados es considerablemente más baja que la de los fondos de inversión tradicionales, debido a que los ETF son productos de gestión pasiva, con costes de comercialización mínimos.

Al finalizar el ejercicio, sólo en 335 de los 2.943 fondos tradicionales existentes se aplicaba una comisión de gestión mixta, esto es, dependiente tanto del patrimonio como de los resultados, y en otros tres una comisión de gestión exclusivamente sobre resultados. Sin embargo, en el ámbito de la inversión libre, la mayoría de las instituciones de inversión colectiva aplican una comisión de gestión mixta.

El coste de distribución sigue teniendo un peso muy importante, alrededor del 70%, sobre la comisión de gestión de los fondos, que se venden principalmente a través de las redes comerciales de los bancos del grupo. Este peso se incrementó ligeramente en 2008.

6.2 Sociedades de inversión

Tras el fuerte incremento observado en el año precedente, en 2008 el número de SICAV registradas en la CNMV aumentó de forma más moderada, situándose en 3.347 sociedades, como se aprecia en el cuadro 6.2. El número de accionistas también ascendió ligeramente (véase el cuadro 6.4), concentrándose el aumento, sobre todo, en las sociedades de inversión más pequeñas.

Pese a estos incrementos, el patrimonio gestionado por las sociedades de inversión se redujo un 20,7% durante los 11 primeros meses de 2008, situándose en 24,9 millardos de euros. El patrimonio medio por accionista disminuyó en una proporción similar, al igual que el patrimonio medio por SICAV, situándose en 57.000 euros y 7,5 millones de euros, respectivamente. El peso de las SICAV en el patrimonio total de las IIC de carácter financiero, excluida la inversión libre, aumentó, situándose en el 13,7% respecto al cierre del ejercicio anterior.

Como en el resto de IIC, la partida de liquidez aumentó de forma considerable en la cartera de las SICAV, especialmente a partir de marzo de 2008, tras el comunicado de la CNMV ya referido que recordaba algunos aspectos importantes relativos al control de la liquidez. En concreto, en noviembre de 2008, la liquidez representaba el 9,5% del patrimonio, frente al 3,6% de diciembre de 2007. En lo que respecta al resto de las inversiones, cabe destacar el aumento del peso del mercado nacional (59,7% del patrimonio) frente al exterior (30,2%). Dentro de la cartera interior, el

Distribución del patrimonio de las sociedades de inversión¹		CUADRO 6.4		
Importes en miles de euros				
	2007	%	2008	%
Liquidez	1.139.506	3,56	2.367.426	9,49
Inversión en cartera	30.684.091	95,84	22.423.941	89,90
Cartera interior	17.195.073	53,71	14.879.242	59,65
Acciones	6.522.785	20,37	3.292.865	13,20
Partic. en fondos de inversión	1.361.780	4,25	1.219.757	4,89
Activos monetarios públicos	439.110	1,37	530.968	2,13
Otra renta fija pública	684.213	2,14	493.928	1,98
Activos monetarios privados	1.360.655	4,25	1.820.478	7,30
Otra renta fija privada	581.708	1,82	949.092	3,81
Warrants y opciones nacionales	31.091	0,10	38.689	0,16
Adquisición temporal de activos	6.209.593	19,40	6.528.783	26,18
Cartera no cotizada	4.138	0,01	4.682	0,02
Cartera exterior	13.489.018	42,13	7.544.699	30,25
Euros	9.726.532	30,38	5.856.312	23,48
Resto	3.762.486	11,75	1.688.387	6,77
Saldo neto (Deudores-Acreedores)	192.550	0,60	151.253	0,61
Patrimonio	32.016.147	100,00	24.942.620	100,00
Pro-memoria: n.º accionistas	430.315		439.395	

Fuente: CNMV.

1. Datos a 30 de noviembre, excepto el número de accionistas, que es a 30 de septiembre.

peso de la inversión en acciones descendió significativamente en beneficio de la renta fija, sobre todo privada, y de la adquisición temporal de activos, que representaba más del 25% del patrimonio.

6.3 IIC extranjeras comercializadas en España

El volumen de inversión de las IIC comercializadas en España se situó en 2008 en 18,2 millardos de euros, lo que supone un descenso del 51% respecto al año anterior, considerablemente más pronunciado, por tanto, que el experimentado por las IIC nacionales. El descenso en el volumen de inversión de las IIC extranjeras, que se inició en el verano de 2007, tras alcanzar un máximo histórico de 50 millardos de euros en el mes de junio, se explica, fundamentalmente, por la desinversión de partícipes y accionistas. Como se aprecia en el cuadro 6.5, el número de inversores también disminuyó significativamente.

Desde finales de 2005, el número de IIC extranjeras registradas para su comercialización en España ha crecido a un ritmo del 30% anual. La mayor parte de las IIC proceden, por este orden, de Luxemburgo, Francia e Irlanda. Durante los últimos años, las IIC registradas en Luxemburgo e Irlanda han perdido peso en favor de las registradas en Francia y, en menor medida, en Austria. Cabe mencionar que el 20% de las altas de IIC procedentes de Francia en 2008 fueron fondos cotizados.

IIC extranjeras comercializadas en España

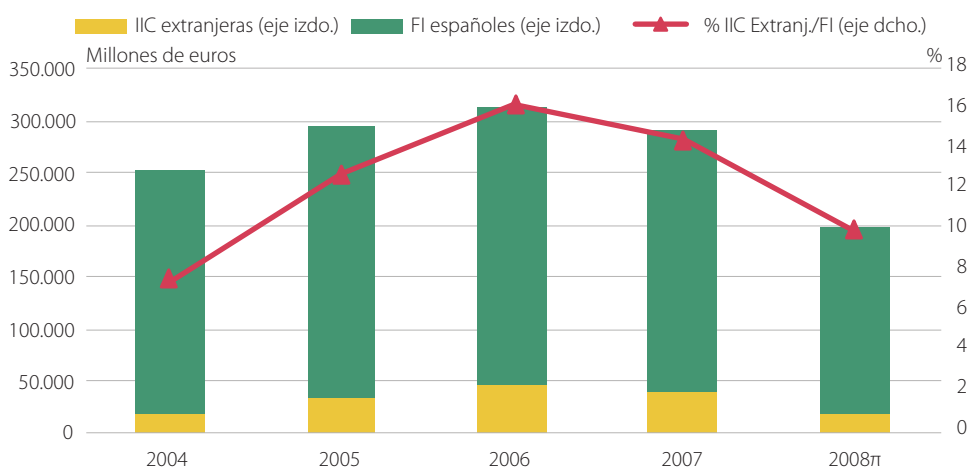
CUADRO 6.5

	2007	2008	Var. (%)
Número de instituciones	440	563	27,95
Número de inversores	850.931	587.032	-31,01
Volumen de Inversión (millones de euros)	37.092,70	18.181,36	-50,98
Distribución por país de origen			
Alemania	15	16	7
Austria	5	28	460
Bélgica	3	5	67
Francia	122	161	32
Holanda	1	1	0
Irlanda	52	63	21
Luxemburgo	229	274	20
Malta	1	1	0
Reino Unido	12	14	17

Fuente: CNMV.

Patrimonio de las IIC extranjeras comercializadas en España

GRÁFICO 6.3



Fuente: CNMV.

1. En 2008, patrimonio a noviembre para los FI españoles y a diciembre para las IIC extranjeras.

La comercialización de las IIC extranjeras se realiza fundamentalmente a través de grandes bancos, aunque una agencia de valores ocupó el quinto lugar en el *ranking* por volumen de inversión en 2008. En dicho año, sólo cuatro entidades tenían un volumen de inversión superior a 1.000 millones de euros cada una de ellas, mientras que en 2007 había diez entidades en esa situación (véase el cuadro 6.6).

6.4 Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC)³

En diciembre de 2008 había un total de 120 SGIIC registradas en la CNMV, el mismo número que en 2007, como se indica en el cuadro 6.7. Durante el año se produjeron

3. En el caso de las SGIIC, los últimos datos contables disponibles se refieren al primer semestre de 2008, por el retraso en la recepción de información debido a la reciente entrada en vigor de la Circular 7/2008 de la CNMV, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las Empresas de Servicios de Inversión, Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva y Sociedades Gestoras de Entidades de Capital-Riesgo.

Las 10 principales comercializadoras de IIC extranjeras en España

CUADRO 6.6

Importes en millones de euros

Comercializadora	Grupo financiero	Volumen de inversión		
		Importe	Variación	Cuota (%)
Banco Banif	Santander	1.304	-57,8	7,2
Allfunds Bank	Santander	1.170	-76,3	6,5
J.P. Morgan International Bank Limited	J.P. Morgan Chase	1.110	—	6,2
Deutsche Bank	Deutsche Bank	1.043	-55,7	5,8
Sarasin Alén Agencia de Valores	—	996	—	5,5
Crédit Suisse	Credit Suisse	962	-21,3	5,3
UBS Bank	UBS	813	-48,7	4,5
BBVA	BBVA	754	-73,4	4,2
Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona	La Caixa	716	—	4,0
BNP Paribas España	Banque Nationale de Paris	615	-70,2	3,4
Subtotal 10 primeras		9.483		52,6
Total volumen de inversión		18.014	-51,4	100,0

Fuente: CNMV.

SGIIC. Número de sociedades y patrimonio gestionado o asesorado

CUADRO 6.7

	2007	2008	Var. (%)
Número de sociedades¹	120	120	0,0
Número de IIC gestionadas¹	6.205	6.265	1,0
Fondos de inversión	2.954	2.943	-0,4
IIC de IIC de inversión libre	31	40	29,0
IIC de inversión libre	21	24	14,3
Sociedades de inversión	3.181	3.240	1,9
IIC inmobiliarias	18	18	0,0
Patrimonio² (miles de euros)	302.033.980	213.273.948	-29,4
Fondos de inversión	260.345.683	179.604.621	-31,0
IIC de IIC de inversión libre	984.469	1.210.058	22,9
IIC de inversión libre	418.721	550.250	31,4
Sociedades de inversión	30.804.488	24.054.251	-21,9
IIC inmobiliarias	9.480.619	7.854.768	-17,1

Fuente: CNMV.

1. Datos a 31 de diciembre.

2. Datos a 30 de noviembre.

tres altas y tres bajas (véase el Anexo III.7). De las tres nuevas entidades, dos incluyeron en su programa de actividades la gestión de vehículos de inversión libre. En relación con esta modalidad de inversión cabe señalar que, a lo largo del año, doce SGIIC ya inscritas solicitaron una ampliación de su programa de actividades para incorporar la gestión de este tipo de instituciones. A finales de 2008, 53 SGIIC, el 44,2% del total, contaban con autorización para realizar dicha actividad.

Las sociedades gestoras de IIC gestionaban la totalidad del patrimonio de los fondos de inversión y el 96,4% de las SICAV a finales de noviembre de 2008. El patrimo-

no gestionado descendió fuertemente (véase el cuadro 6.7), en consonancia con lo comentado en los apartados anteriores.

Los resultados de las SGIIC dependen fuertemente de la evolución de los patrimonios gestionados. Durante el primer semestre de 2008, último dato disponible, las comisiones de gestión, que supusieron el 93% de los ingresos por servicios, cayeron el 22,2% respecto al mismo periodo del año anterior, resultando determinantes en el comportamiento del margen ordinario, que disminuyó el 16,1%, como se indica en el cuadro 6.8, a pesar de un aumento de las comisiones por otros conceptos⁴ y de un significativo descenso de las comisiones por comercialización satisfechas a otros intermediarios. El aumento del 3% de los gastos de explotación contribuyó, junto con el comportamiento del margen ordinario, a la caída del margen de explotación, que se situó en el 25,3%. El resultado antes de impuestos agregado de las SGIIC se redujo en el 27,7% respecto al periodo de referencia.

Sociedades gestoras de IIC: cuenta de pérdidas y ganancias¹

CUADRO 6.8

Importes en miles de euros

	2007	2008	Var. (%)
Margen financiero	32.355	28.459	-12,0
Beneficios netos en valores	4.047	13.223	226,7
Comisiones netas percibidas	542.890	444.122	-18,2
Comisiones percibidas	1.674.631	1.349.227	-19,4
Gestión de IIC	1.616.912	1.257.352	-22,2
Suscripción y reembolso	38.015	39.521	4,0
Otras	19.704	52.354	147,7
Comisiones satisfechas	1.131.741	905.105	-20,0
Margen ordinario	579.292	485.804	-16,1
Gastos de explotación	187.247	192.906	3,0
Margen de explotación	392.045	292.898	-25,3
Amortizaciones y otras dotaciones	7.594	6.297	-17,1
Otras ganancias y pérdidas	10.835	-660	—
Resultados antes de impuestos	395.286	285.941	-27,7
Impuestos sobre sociedades	115.760	81.624	-29,5
Resultados después de impuestos	279.526	204.317	-26,9

Fuente: CNMV.

1. Datos a 30 de junio.

La rentabilidad sobre fondos propios antes de impuestos (ROE) del sector se situó en el 18,5%, frente al 31% del primer semestre de 2007. Esta importante reducción se explica tanto por el fuerte descenso de los resultados como por el considerable incremento de los fondos propios, un 22% respecto a junio de 2007. Como se aprecia en el gráfico 6.4, se produjo una significativa reducción del número de SGIIC en los tramos de ROE elevados (por encima del 20%) respecto a junio de 2007. Estas sociedades gestionaban algo más del 50% del patrimonio total, frente al 70% en el

4. El ligero aumento de las comisiones por suscripciones y reembolsos se produjo, fundamentalmente, por el aumento de los segundos. En cuanto a la partida "Otras" del cuadro 6.8, recoge fundamentalmente comisiones de gestión discrecional de carteras y entidades de capital-riesgo, así como comisiones por comercialización de IIC extranjeras y prestación de servicios de asesoramiento.

mismo mes del año anterior. En cuanto a las sociedades en pérdidas, su número aumentó de modo significativo, pasando de 19 al cierre de 2007 a 31 en junio de 2008. El patrimonio gestionado por estas sociedades se incrementó del 2,6% al 7,0% en las fechas indicadas.

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

CUADRO 6.9

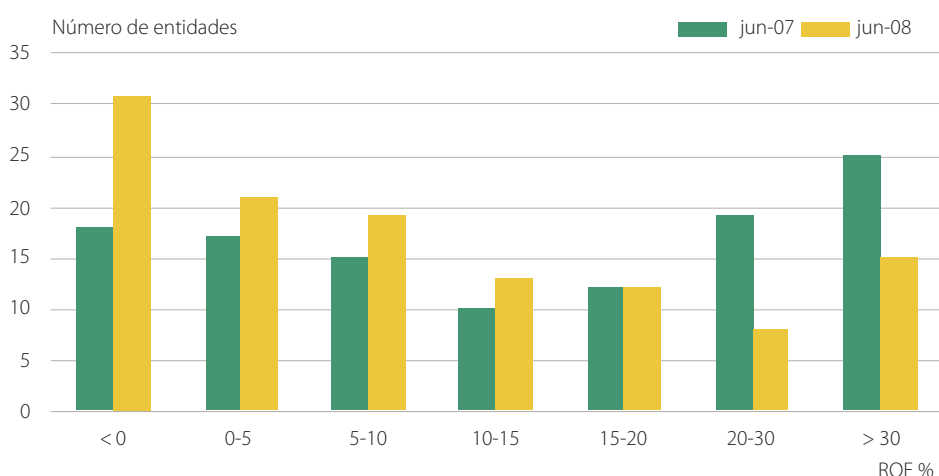
Importes en miles de euros

	Resultados antes de impuestos	ROE antes de impuestos	N.º entidades en pérdidas
2004	512.288	49	17
2005	622.779	53	16
2006	743.961	69	12
2007	770.649	61	19
Junio 2007	395.286	31	18
Junio 2008	285.941	18	31

Fuente: CNMV.

Frecuencia del ROE antes de impuestos de SGIIC

GRÁFICO 6.4



Fuente: CNMV.

El sector mantiene una elevada concentración, tanto en términos de patrimonio como de resultados. Dos SGIIC (BBVA Asset Management y Santander Asset Management) acumulaban el 34% del patrimonio gestionado total y aportaban el 33% del resultado antes de impuestos agregado en el primer semestre del año. Además, el 65% del patrimonio gestionado estaba concentrado en diez sociedades gestoras. En el caso de los resultados, las diez primeras sociedades aportaban el 75% del total.

6.5 Depositarios de IIC

Los depositarios tienen encomendada la custodia de los activos en los que se halla invertido el patrimonio de las IIC, estando, asimismo, obligados a ejercer una función de supervisión respecto a la actuación de las sociedades gestoras y, en su caso, de otros administradores de las IIC⁵. Así pues, los depositarios asumen funciones de

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

custodia y 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.

El número de depositarios de IIC registrados en la CNMV se situó en 125 en diciembre de 2008, uno menos que a finales de 2007. En los últimos años el número de depositarios ha ido disminuyendo, principalmente por fusiones y absorciones, aunque este año lo hizo en menor medida.

Segregando el patrimonio en custodia de las IIC por tipo de entidad depositaria, los datos correspondientes a noviembre de 2008 ponen de manifiesto un aumento de la cuota de mercado de los bancos (67,6% del patrimonio total en custodia) y de las sociedades y agencias de valores (3,5%), en detrimento de las cajas de ahorros (27,3%) y de las cooperativas de crédito (1,6%).

De acuerdo con la legislación española, pueden prestar servicios de inversión las entidades de crédito, las sociedades de valores, las agencias de valores, las sociedades gestoras de cartera, las sociedades gestoras de IIC y las empresas de asesoramiento financiero, estas últimas recientemente contempladas en la regulación. La autorización y supervisión prudencial de las entidades de crédito corresponde al Banco de España, pero sus actividades en materia de servicios de inversión están sujetas al control de la CNMV. Respecto al resto de las entidades, su supervisión corresponde a la CNMV de forma íntegra. Además de las entidades mencionadas, también pueden prestar servicios de inversión en España entidades autorizadas en países de la Unión Europea con pasaporte en esta materia y entidades de países no comunitarios debidamente habilitadas para ello por la CNMV.

Las entidades de crédito son las principales proveedoras 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, que se sitúa en torno al 75% de los ingresos totales generados por estas actividades, muy por delante de las sociedades (20%) y las agencias de valores (5%). Comparando la estructura de los ingresos en la prestación de servicios de inversión de estos tres tipos de entidades, se aprecia una cierta especialización. Así, mientras que las entidades de crédito tienen un mayor peso en los servicios de administración y custodia de valores y en la comercialización de fondos de inversión, las sociedades y agencias de valores destacan, sobre todo, en la transmisión y ejecución de órdenes de compraventa en el mercado de renta variable.

En 2008, la crisis económica y financiera repercutió de forma significativa en el rendimiento de las empresas de servicios de inversión¹ (ESI) sujetas a la supervisión prudencial de la CNMV. Los ingresos por tramitación y ejecución de órdenes y, en general, los derivados de la mediación en compraventas de valores retrocedieron de forma notable debido al descenso de la contratación en términos de importe. Otros ingresos importantes, como los relacionados con la industria de inversión colectiva o con las emisiones en los mercados primarios, se vieron también afectados por la menor disposición de los inversores a aceptar riesgo y el descenso de la actividad en los mercados de valores. Como consecuencia de todo ello, los beneficios disminuyeron con carácter general para todos los tipos de entidades. No obstante, las ESI mantuvieron un elevado volumen de recursos propios, cubriendo con holgura los requisitos de la regulación en esta materia.

Durante 2008 se produjeron importantes cambios normativos que afectaron a este sector. En febrero entró en vigor el Real Decreto 217/2008, que desarrolla impor-

1. El término empresas de servicios de inversión engloba las sociedades y las agencias de valores, las gestoras de carteras y las empresas de asesoramiento financiero.

tantes aspectos de la regulación de las ESI relacionados con la trasposición de la MiFID. En particular, el citado real decreto contempla la creación de un nuevo tipo de ESI, las empresas de asesoramiento financiero (EAFI), como consecuencia del reconocimiento de la actividad de asesoramiento como servicio de inversión en la MiFID. Asimismo, se contempla la posibilidad de que las sociedades y agencias de valores gestionen sistemas multilaterales de negociación. Otro cambio normativo importante fue la aprobación, en noviembre, de la Circular 7/2008 de la CNMV, que modifica las normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las entidades supervisadas por la misma, entre ellas las ESI, para adaptarlas al nuevo marco contable establecido en el Plan General de Contabilidad aprobado por el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre. El capítulo 11 (Supervisión de entidades) y el Anexo legislativo ofrecen información más detallada sobre estas novedades en la regulación.

En este capítulo se revisa la actividad de las entidades que prestan servicios de inversión, en el ámbito que compete a la CNMV, durante el pasado ejercicio. El epígrafe 7.1. se dedica a la prestación de servicios de inversión por las entidades de crédito. Las sociedades y agencias de valores son analizadas en el epígrafe 7.2. Por último, el epígrafe 7.3 recoge la actividad de las sociedades gestoras de cartera. La actividad de las sociedades gestoras de IIC fue analizada en el capítulo 6 y, en cuanto a las empresas de asesoramiento financiero, aún no se había constituido ninguna entidad de este tipo al finalizar 2008².

7.1 Entidades de crédito

7.1.1. Autorización y registro

Las entidades de crédito pueden prestar todos los servicios de inversión recogidos en el artículo 63 de la LMV, 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, entidad encargada de su autorización, informa a la CNMV sobre las entidades de crédito autorizadas para prestar servicios de inversión. A 31 de diciembre de 2008, estaban registradas en la CNMV un total de 195 entidades de crédito nacionales (bancos, cajas de ahorro y cooperativas), seis menos que a finales de 2007.

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 autorización. Estas entidades pueden operar mediante establecimiento físico (sucursal) o sin él. Al finalizar 2008, figuraban registradas en la CNMV un total de 414 entidades de crédito extranjeras en disposición de prestar servicios de inversión en España, 42 más que en 2007 (véase el Anexo III.12). El grueso de las entidades de crédito extranjeras está constituido por las entidades autorizadas en otros Estados Miembros de la Unión Europea, cuyo número pasó de 363 en 2007 a 405 en 2008. Cabe destacar, especialmente, el aumento de las entidades procedentes de Reino Unido, con clara preferencia por el régimen de libre prestación de servicios. De las 414 entidades de crédito extranjeras registradas, 350 estaban acogidas al régimen de libre prestación de servicios (38 más que en 2007) y 64 disponían de sucursal en España (cuatro más que en 2007).

2. La Circular 10/2008, de 30 de diciembre, de la CNMV, sobre Empresas de Asesoramiento Financiero desarrolla los requisitos organizativos exigibles, la documentación que ha de ser aportada a la CNMV para la obtención de la autorización e inscripción como EAFI y aclara las disposiciones aplicables a algunas de las modificaciones posteriores a la inscripción en la CNMV. Esta Circular entró en vigor el 15 de enero de 2009.

7.1.2. Actividad en valores de las entidades de crédito

Los datos de 2008 muestran un descenso significativo de los ingresos de las entidades de crédito por prestación de servicios en valores y comercialización de fondos de inversión durante el pasado ejercicio, en contraste con el crecimiento de los últimos años, como se advierte en el cuadro 7.1. También se observa una caída de estas comisiones proporcionalmente mayor que en otros ingresos bancarios por servicios, a pesar de lo cual su participación en el total sigue siendo importante (el 19,8% en 2008).

Entidades financieras
y servicios de inversión
Prestación de servicios
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

	2005	2006	2007	2008	% s/total comisiones EC
Por servicios de valores	1.172	1.394	1.751	1.286	8,3
Aseguramiento y colocación de valores	97	143	340	124	0,8
Compraventa de valores	365	472	608	467	3,0
Administración y custodia	634	681	675	601	3,9
Gestión de patrimonio	76	98	128	94	0,6
Por comercialización de productos financieros no bancarios	3.273	3.923	4.237	3.661	23,5
Fondos de inversión	2.179	2.498	2.530	1.801	11,6
Fondos de pensiones	371	433	483	482	3,1
Seguros	676	935	1.131	1.291	8,3
Otros	47	57	93	87	0,6

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Como se ha indicado, las entidades de crédito tienen un protagonismo destacado en la prestación de servicios de inversión. 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, que oscilaron entre el 17% y el 21% y entre el 5% y el 6%, respectivamente. Como se aprecia en el cuadro 7.2, las entidades de crédito concentran el grueso de los ingresos por administración y custodia y por comercialización de fondos de inversión y mantienen, asimismo, una posición de liderazgo en gestión de patrimonios y colocación y aseguramiento de emisiones aunque, en este último apartado, su cuota en los ingresos totales ha des-

Comisiones percibidas por servicios de inversión. 2008

CUADRO 7.2

Importes en millones de euros

	Sociedades y agencias de valores ¹	Sociedades gestoras de cartera ¹	Entidades de crédito (EC)	Total	% EC/total
Colocación y aseguramiento	41	—	124	165	75,2
Compraventa de valores	664	—	467	1.131	41,3
Gestión de patrimonios	35	18	94	147	63,9
Administración y custodia	20	—	601	621	96,8
Comercialización fondos de inversión	114	1	1.801	1.916	94,0

Fuente: CNMV y Banco de España.

1. Datos a noviembre de 2008.

cendido más de ocho puntos porcentuales. Por su parte, las sociedades y agencias de valores mantienen una posición de liderazgo en las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes de compraventa, segmento en el que concentraron el 58,7% de los ingresos totales durante los 11 primeros meses de 2008.

Valores depositados en las entidades de crédito a 31/12¹

CUADRO 7.3

Importes en millardos de euros

	2005	2006	2007	2008 ²	% var. 08/07 ²
Renta fija	1.071,0	1.126,6	1.174,3	1.211,2	3,1
Empréstitos	982,1	1.026,3	1.051,3	1.093,5	4,0
Pagarés y efectos al descuento	88,9	100,3	123,0	117,7	-4,3
Renta variable	749,5	964,7	1.001,8	716,1	-28,5
Acciones cotizadas	702,1	918,5	947,0	661,8	-30,1
Acciones no cotizadas	47,4	46,2	54,8	54,3	-0,9
Total entidades de crédito	1.820,5	2.091,3	2.176,1	1.927,3	-11,4
Total sociedades y agencias de valores	61,9	78,3	91,5	68,6	-25,0

Fuente: CNMV y Banco de España.

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 2008 para las entidades de crédito, 30 de noviembre de 2008 para las SV y AV.

7.2 Sociedades y agencias de valores³

Un total de 101 entidades estaban inscritas en la CNMV como sociedades y agencias de valores al finalizar 2008, dos más que en 2007. Durante el año se produjeron 12 altas y 10 bajas, como se indica en el cuadro 7.4. En contraste con el ligero aumento en el número de las entidades españolas, 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 se incrementó de modo sustancial. Así, el número de entidades extranjeras acogidas al régimen de libre prestación de servicios pasó de 1.395 en 2007 a 1.781 en 2008, mientras que el número de entidades extranjeras con sucursal pasó de 29 a 37. Este aumento se explica, fundamentalmente, porque al entrar en vigor la MiFID a finales de 2007 y reconocer como servicio de inversión la actividad de asesoramiento financiero, accedieron al pasaporte comunitario un elevado número de empresas dedicadas a esta actividad que también están autorizadas en sus países a realizar otros servicios como la tramitación de órdenes.

Respecto a las altas de entidades nacionales (seis sociedades de valores y seis agencias de valores), en siete casos las entidades autorizadas eran independientes, en el sentido de que su capital no estaba mayoritariamente controlado por una entidad financiera o una empresa aseguradora (véase anexo III.9). Cuatro de las altas se produjeron por la transformación de una agencia de valores en una sociedad de valores. También se produjo un alta como consecuencia de la transformación de una sociedad gestora de cartera en una agencia de valores.

3. Los últimos datos contables disponibles para las sociedades y agencias de valores, así como para las SGIC, se refieren a noviembre, debido al retraso en la recepción de la información motivado por la entrada en vigor en diciembre de la Circular 7/2008 de la CNMV, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las ESI, SGIC y Sociedades Gestoras de ECR.

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 31/12/07	Altas	Bajas	Entidades a 31/12/08
Entidades nacionales	99	12	10	101
Sociedades de valores	46	6	1	51
Miembros de bolsa	36	2	1	37
No miembros de bolsa	10	4	0	14
Agencias de valores	53	6	9	50
Miembros de bolsa	8	0	1	7
No miembros de bolsa	45	6	8	43
Entidades extranjeras	1.424	431	37	1.818
Con sucursal	29	8	0	37
En libre prestación de servicios	1.395	423	37	1.781
Pro memoria:				
Representantes	7.281	466	1.068	6.679

Fuente: CNMV.

El número de entidades dadas de baja ascendió a 10, de las cuales una fue absorbida por una entidad de crédito española. La capacidad 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 su matriz los negocios realizados por sociedades y agencias de valores y que, por tanto, el interés por mantener éstas sea cada vez menor.

También se produjeron cuatro cambios de control, tres en agencias de valores y uno en una sociedad de valores (véase anexo III.10). Dos de las agencias de valores fueron adquiridas por dos entidades de crédito extranjeras y la tercera por una sociedad de valores nacional. La sociedad de valores objeto de cambio de control fue adquirida por una entidad de crédito nacional.

En 2008 se produjo un descenso en el número de agentes o representantes de las sociedades y agencias de valores que, no obstante, siguió siendo muy elevado. A finales de 2007 el número de agentes o representantes era de 7.281 mientras que el año 2008 finalizó con 6.679. El descenso se concentró, principalmente, en una sociedad de valores perteneciente a una aseguradora que dio de baja a sus 516 representantes con la intención de traspasarlos a su gestora de IIC. Sólo 46 entidades mantenían contratos con representantes al cierre del ejercicio y las entidades con un número mayor de ellos estaban vinculadas a compañías de seguros. Una sola entidad, Mapfre Inversión, SV, concentró más del 84% del número total de representantes.

El uso del pasaporte comunitario por parte de las sociedades y agencias de valores sigue siendo reducido (véase anexo III.11). Sólo dos entidades españolas mantenían sucursales en otros países de la Unión Europea (Reino Unido y Suecia) al finalizar 2008, el mismo número que el año anterior. En la modalidad de libre prestación de servicios, esto es, sin establecimiento físico, el número aumentó de 29 a 33. Los países de acogida que reunían un mayor número de comunicaciones de entidades españolas en esta modalidad fueron Portugal (19), Alemania (16), Francia (13), Bélgica (12), Reino Unido (12) e Italia (12).

El número de entidades extranjeras no bancarias autorizadas a ejercer servicios de inversión en España aumentó de manera notable a consecuencia, sobre todo, del reconocimiento del servicio de asesoramiento como servicio de inversión (véase cuadro 7.4). Cabe resaltar, dentro de las ESI extranjeras implantadas en España, el predominio de las originadas en el Reino Unido. Así, de las 37 sucursales de ESI extranjeras en España, 27 correspondían a entidades del Reino Unido, y de las 386 nuevas comunicaciones para prestar servicios de inversión en España sin sucursal recibidas en 2008, 348 procedían también de dicho país (véase anexo III.8).

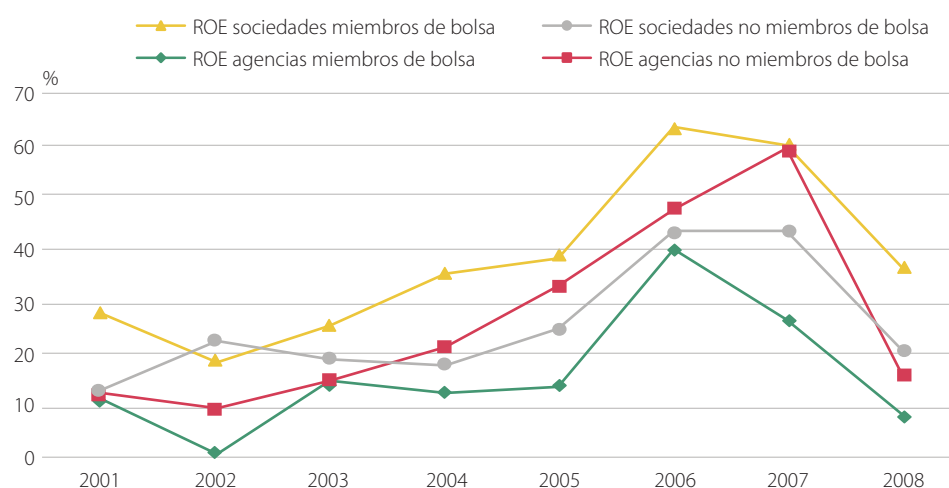
7.2.1. Rentabilidad y solvencia del sector

Las sociedades y agencias de valores muestran una notable heterogeneidad en cuanto a especialización y estructura de ingresos. En general, las sociedades de valores, con independencia de su actividad por cuenta propia, están más especializadas en la tramitación de órdenes, que aportaron entre enero y noviembre de 2008 el 71% de las comisiones percibidas por éstas. Las agencias de valores ofrecen una mayor variedad en cuanto a especialización, aun cuando la mediación en órdenes de compraventa también representa una parte significativa de sus ingresos por comisiones (37%). En estas entidades, en el periodo señalado de 2008, los servicios relacionados con la suscripción y reembolso de IIC supusieron el 18% del total de sus ingresos por comisiones y la gestión de carteras, el 12%.

Con datos hasta noviembre, el resultado antes de impuesto agregado de las agencias de valores se redujo un 78% y el de las sociedades de valores un 34%. En ambos casos, la evolución desfavorable de los mercados tuvo un marcado impacto negativo sobre la actividad de las firmas, erosionando fuertemente sus ingresos ordinarios. En particular, la caída de los precios bursátiles tuvo un impacto directo negativo sobre los corretajes y, en el caso de las sociedades de valores, propició pérdidas en la negociación por cuenta propia. La pérdida de atractivo de la inversión colectiva (véase el capítulo 6) fue otro factor destacado en la caída de los resultados, al propiciar una notable reducción de los ingresos por comercialización de este tipo de productos.

ROE antes de impuestos de las sociedades y agencias de valores¹

GRÁFICO 7.1



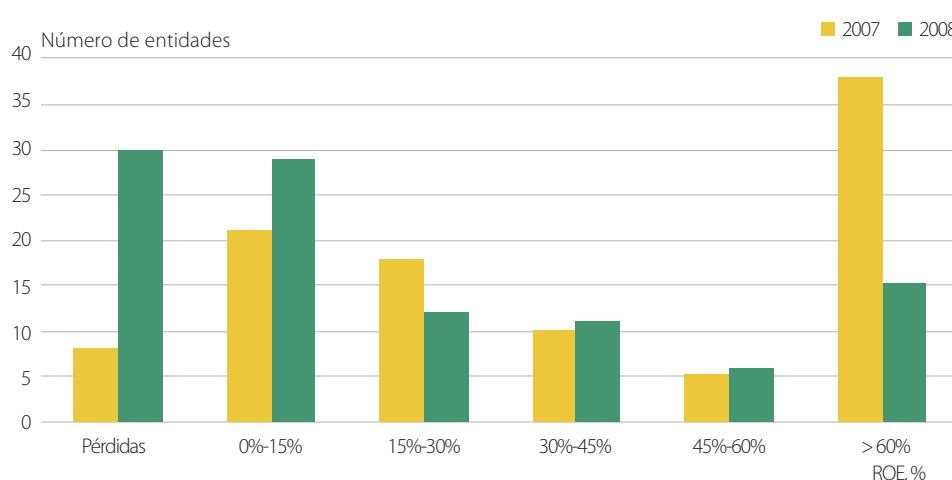
Fuente: CNMV.

1. Datos a 30 de diciembre.

El descenso de los beneficios se reflejó en una significativa reducción de las rentabilidades sobre recursos propios (ROE) para los distintos tipos de estas entidades, como se observa en el gráfico 7.1. Un examen desagregado de la evolución del sector muestra que el empeoramiento del resultado durante el periodo enero-noviembre fue generalizado, afectando al 83% de las entidades. Como se advierte en el gráfico 7.2, se produjo un aumento considerable en el número de entidades con ROE relativamente reducido (menos del 15%) y un descenso, también significativo, del número de entidades con ROE elevados (más del 60%), en comparación con noviembre de 2007. Además, aumentó notablemente el número de entidades en pérdidas, que pasó de 8 en 2007 a 30 en 2008. Especialmente significativo fue el aumento del número de sociedades de valores miembros de bolsa y de agencias de valores no miembros de bolsa en pérdidas, como se advierte en el cuadro 7.5.

Frecuencia de las rentabilidades sobre fondos propios antes de impuestos de la sociedades y agencias de valores¹

GRÁFICO 7.2



Fuente: CNMV.

1. Datos a 30 de noviembre.

Atendiendo a las entidades con resultado negativo, el importe agregado de las pérdidas aumentó de forma notable, al pasar de 3,8 millones en noviembre de 2007 a 29 millones en el mismo mes de 2008 (véase cuadro 7.5). A pesar del aumento, las pérdidas todavía representan un porcentaje reducido del resultado agregado del sector.

Entidades en pérdidas: número e importe¹

CUADRO 7.5

Importes en miles de euros

	N.º de entidades		Importe	
	2007 ²	2008 ²	2007 ²	2008 ²
SV miembros de bolsa	0	6	0	6.017
SV no miembros	1	5	1.816	13.258
AV miembros de bolsa	0	3	0	2.075
AV no miembros	7	16	2.020	7.693
Total	8	30	3.836	29.043

Fuente: CNMV.

1. Antes de impuestos.

2. Datos a 30 de noviembre.

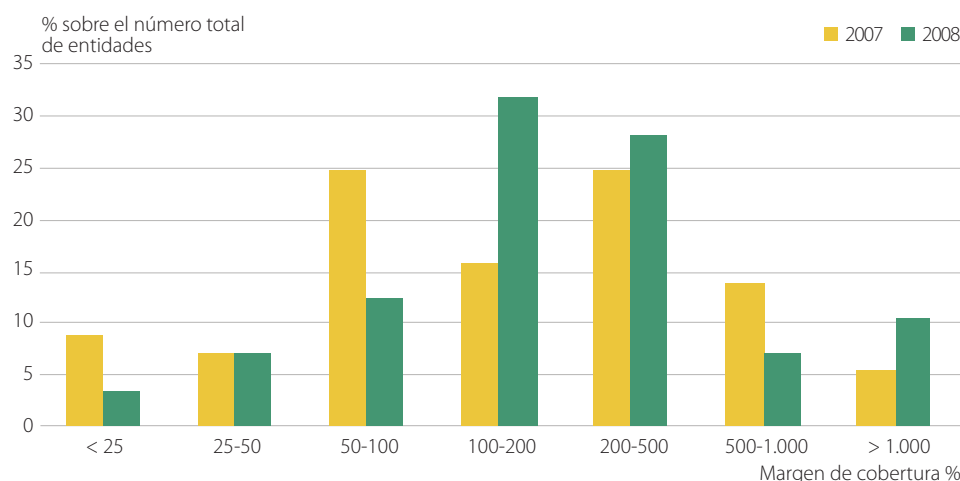
La desfavorable evolución de los resultados no impidió que estas entidades mantuviesen un amplio excedente de recursos propios respecto a los requeridos por el coeficiente de solvencia (margen de cobertura). Así, con datos a cierre de 2008, el superávit fue 4,6 veces superior a los recursos propios exigibles para las sociedades de valores (4,2 veces en 2007) y 2,1 veces para las agencias de valores, igual proporción que en 2007.

El aumento del margen de cobertura sobre los recursos propios requeridos fue especialmente significativo en el caso de las sociedades y agencias de valores que no cuentan en su accionariado con la presencia de entidades financieras⁴. En este caso, las sociedades de valores pasaron de tener un margen de cobertura 2,7 veces superior a los recursos exigibles en 2007 a 4,7 veces en 2008. En las agencias, esa ratio pasó de 1,9 a 1,8 en 2008.

Además, como puede apreciarse en el gráfico 7.4, el número de entidades independientes con un superávit de recursos propios más ajustado (inferior al 50% de los recursos propios exigibles) se redujo, al pasar de ocho entidades en 2007 a cinco en 2008. Todas las entidades situadas en el tramo más ajustado del margen de cobertura eran agencias de valores.

Margen de cobertura sobre los recursos propios exigibles de las agencias y sociedades de valores independientes

GRÁFICO 7.3



Fuente: CNMV.

7.2.2. Sociedades de valores

Sociedades de valores miembros de bolsa

Las sociedades de valores miembros de bolsa pueden realizar actividades por cuenta propia y prestar servicios de inversión a terceros, siendo la principal fuente de ingresos para la mayor parte de las entidades la mediación en la compraventa de valores, sobre todo en el mercado de renta variable nacional, al que pertenecen como miembros. En términos de actividad, ingresos y resultados, estas sociedades miembros son las ESI más importantes. Estas entidades concentraban el 78% de los recursos propios computables del total de sociedades y agencias a finales de diciem-

4. 23 sociedades de valores y 34 agencias presentaban esta característica al finalizar 2008.

bre de 2008 y sus resultados antes de impuestos supusieron el 85% del total durante los 11 primeros meses del año.

Entre enero y noviembre del pasado año, las sociedades miembros de bolsa obtuvieron unos beneficios antes de impuestos agregados de 427,9 millones de euros, lo que supone un descenso del 35,8% respecto al año anterior. Conviene señalar que el 39% del resultado agregado correspondió a una entidad que obtuvo beneficios considerablemente elevados como consecuencia de sus operaciones por cuenta propia en derivados OTC. Excluida esta entidad, el resultado antes de impuestos para el resto del sector fue de 260,6 millones de euros, lo que supone una reducción del 56,7% respecto a 2007. El resumen de la cuenta de pérdidas y ganancias del cuadro 7.6 excluye a la entidad indicada, para ofrecer datos más representativos de la evolución de este sector de las SV. Asimismo, salvo indicación en contrario, los datos que se comentarán a continuación se refieren al sector una vez excluida la entidad mencionada.

La disminución del resultado de las sociedades miembros tuvo su origen tanto en las actividades recurrentes como en las no recurrentes. Si se ignoran los beneficios de carácter no ordinario, se observa una reducción de los beneficios antes de impuestos del 66%. La evolución negativa de los resultados de la cartera de negociación y de las comisiones netas por servicios a terceros determinó un descenso del 39% en el margen ordinario. Los gastos de explotación disminuyeron en una cuantía muy inferior, un 10%, dando lugar a una reducción del 57% en el margen de explotación⁵. No obstante, no todas las sociedades siguieron esta tendencia. Así, el margen ordinario aumentó en seis entidades y el margen de explotación en siete. En cuanto a los resultados de actividades no recurrentes (otras ganancias y pérdidas), este capítulo experimentó un descenso del 29% para estas sociedades en su conjunto, si bien la mitad de las entidades mejoraron sus resultados en esta actividad.

Respecto a las distintas actividades incluidas en el margen ordinario, el grueso de los resultados procedió de la actividad por cuenta ajena (comisiones netas percibidas) que representó más de tres cuartas partes del total⁶. Los resultados de esta actividad disminuyeron un 31%, mientras que los resultados de la actividad por cuenta propia (margen financiero y beneficios netos en valores) se redujeron en un 61%. Dentro de la actividad por cuenta ajena, la tramitación y ejecución de órdenes aportó las tres cuartas partes de los ingresos brutos por comisiones. Estos ingresos se redujeron en un 23%, debido a la fuerte disminución en el importe de las operaciones mediadas en los mercados de renta variable nacional, como se aprecia en el gráfico 7.5. Los corretajes medios se redujeron ligeramente. En cuanto al resto de las actividades por cuenta ajena de las sociedades miembros de bolsa, su evolución resultó también negativa. Las comisiones por suscripción y reembolso de IIC cayeron un 58% y las obtenidas por colocación y aseguramiento de emisiones un 35%.

Como es habitual, la concentración de los resultados de estas sociedades fue elevada. Así, por ejemplo, las cinco entidades con mayores beneficios supusieron el 61% del total de los resultados del sector⁷, frente al 53% del año anterior. Por otra parte, el empeoramiento de los resultados fue ampliamente generalizado. Un 89% de las

5. Incluyendo las cifras de la entidad mencionada en el texto, el margen ordinario agregado de las SVB aumentó un 177% y el margen de explotación agregado un 744%.

6. Añadiendo la SVB aludida en las notas precedentes, los resultados de la actividad por cuenta ajena representan poco más de un tercio del margen ordinario.

7. Teniendo en cuenta a la SVB excluida del análisis, la concentración de las cinco entidades con mayores beneficios sería del 73%.

Cuenta de pérdidas y ganancias de las sociedades de valores¹

CUADRO 7.6

Importes en miles de euros

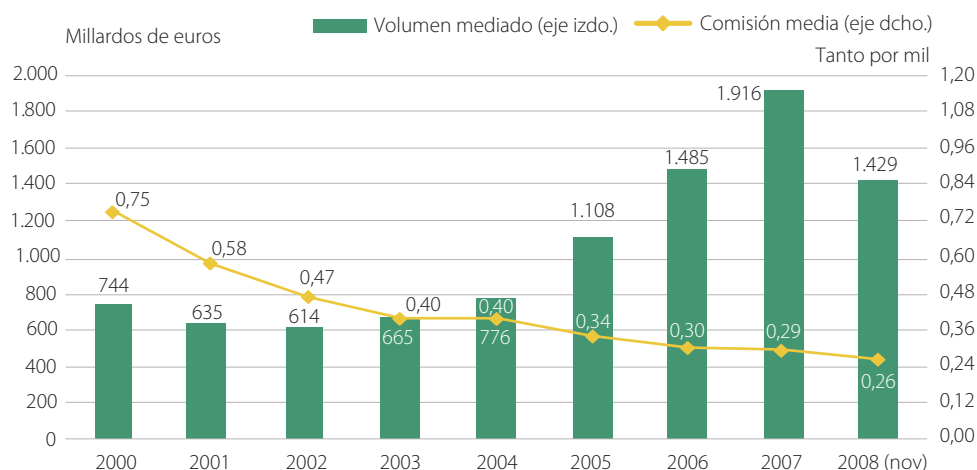
	Miembros de bolsa ²		No miembros de bolsa	
	2008 ³	% var. 08/07 ⁴	2008 ³	% var. 08/07 ⁴
Margen financiero	118.307	13,28	29.972	156,43
Beneficios netos en valores	-38.029	—	-8.861	—
Comisiones netas percibidas	440.166	-30,93	103.222	11,48
Comisiones percibidas	625.702	-28,32	156.450	30,80
Tramitación y ejecución de órdenes	468.801	-22,32	78.144	74,99
Colocación y aseg. de emisiones	35.551	-34,66	683	1.188,68
Suscripción y reembolso en IIC	32.503	-58,00	52.523	7,70
Gestión de carteras	10.225	-44,67	5.919	-11,05
Otras	78.622	-34,02	19.181	-1,52
Comisiones satisfechas	185.536	-21,26	53.228	97,05
Margen ordinario	520.444	-38,89	124.333	13,31
Gastos de explotación	297.307	-10,32	62.043	18,24
Personal	181.663	-10,77	43.691	9,16
Generales	115.644	-9,59	18.352	47,43
Margen de explotación	223.137	-57,10	62.290	8,80
Amortizaciones y otras dotaciones	68.672	3,04	6.326	308,39
Otras ganancias y pérdidas	106.179	-28,61	-4.699	—
Resultado antes de impuestos	260.644	-56,72	51.265	-20,24
Impuestos	—	—	—	—
Resultados después de impuestos	260.644	-56,72	51.265	-20,24

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. Para ofrecer un resumen más representativo de la cuenta de pérdidas y ganancias de las SVB, se excluye una sociedad que concentró el 39% del resultado antes de impuestos agregado de este subsector, como consecuencia de su operativa por cuenta propia en derivados OTC.
3. Datos a noviembre de 2008.
4. Variación interanual (de noviembre de 2007 a noviembre de 2008).

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

GRÁFICO 7.4



Fuente: CNMV.

sociedades miembros experimentaron una reducción de beneficios. Además, seis de las 36 entidades del grupo finalizaron el ejercicio con pérdidas, mientras que en 2007 la pérdidas sólo afectaron a una entidad (véase el cuadro 7.5).

Sociedades de valores no miembros de bolsa

El resultado antes de impuestos agregado de las sociedades de valores no miembros de bolsa se situó ente enero y noviembre de 2008 en 51 millones de euros, el 20,2% menos que en el mismo periodo del año anterior (véase cuadro 7.6). Como en el caso de las sociedades miembros, se produjo una elevada concentración de los resultados. Así, sólo dos entidades aportaron el 89% del resultado antes de impuestos agregado. Cinco de las catorce sociedades no miembros existentes a finales de noviembre presentaban pérdidas, frente a una sola entidad en el mismo mes de 2007.

Como se advierte en el cuadro 7.6, la caída del resultado antes de impuestos agregado de las sociedades de este sector hasta noviembre tuvo su origen, básicamente, en el resultado de actividades no recurrentes y en el fuerte aumento de las amortizaciones y dotaciones. En cambio, el margen ordinario agregado de estas entidades aumentó un 13,3%, superando los 124 millones de euros, aunque debe señalarse que el incremento se debió a la incorporación de dos nuevas entidades que anteriormente operaban como agencias de valores. Sin tener en cuenta estas entidades, el margen ordinario agregado del resto de este tipo de sociedades descendió el 21,2% y el resultado antes de impuestos el 52,9%.

Dentro de las actividades ordinarias, los ingresos netos en actividades por cuenta ajena crecieron el 11,5%. Sin embargo, una vez excluidas las dos entidades mencionadas anteriormente, se advierte que las comisiones netas agregadas del resto de las sociedades no miembros descendieron el 23%, en línea con el comportamiento de estos ingresos en el conjunto del sector. La mayor parte de las comisiones percibidas correspondieron a las actividades de suscripción y reembolso de IIC y tramitación y ejecución de órdenes, que concentraron el 83,5% del total en términos brutos. Respecto a la actividad por cuenta propia, los beneficios netos en valores fueron negativos, mientras que el margen financiero experimentó un fuerte aumento. Cabe destacar el peso de los servicios a terceros sobre la actividad por cuenta propia en la generación del margen ordinario para estas entidades. Durante el periodo enero-noviembre de 2008, la primera supuso el 83% de dicho margen.

7.2.3. Agencias de valores

Agencias de valores y bolsa

A diferencia de las sociedades de valores, las agencias de valores no pueden operar por cuenta propia, por lo que el grueso de sus ingresos ordinarios proviene de la prestación de servicios de inversión a terceros. En particular, en el caso de las agencias de valores miembros de bolsa, su principal fuente de ingresos procede de la mediación en el mercado de renta variable, del que forman parte como miembros.

El resultado agregado de este tipo de agencias alcanzó un importe de 3,6 millones de euros durante los once primeros meses de 2008, un 70% menos que en el mismo periodo de 2007. El fuerte descenso de los resultados refleja, fundamentalmente, la caída de los ingresos netos por prestación de servicios, del 20,2%. Dentro de este capítulo, cabe destacar que los ingresos brutos por tramitación y ejecución de órdenes, que supusieron el 90% del total de ingresos, disminuyeron el 23%.

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	
	2008 ²	% var. 08/07 ³	2008 ²	% var. 08/07 ³
Margen financiero	2.745	31,72	6.083	-48,50
Beneficios netos en valores	-2.003	1.290,97	-1.345	—
Comisiones netas percibidas	18.818	-29,19	119.533	-35,95
Comisiones percibidas	23.555	-28,39	135.667	-45,35
Tramitación y ejecución de órdenes	21.281	-23,10	37.648	-57,85
Colocación y aseguramiento de emisiones	0	—	4.745	99,29
Suscripción y reembolso en IIC	562	-36,85	28.118	-58,62
Gestión de carteras	211	-85,69	18.747	-17,89
Otras	1.501	-47,50	46.409	-29,43
Comisiones satisfechas	4.737	-25,05	16.134	-73,82
Margen ordinario	19.560	-31,40	124.271	-37,56
Gastos de explotación	18.538	-3,74	106.575	-8,86
Personal	9.994	-4,25	68.102	-7,65
Generales	8.544	-3,14	38.473	-10,92
Margen de explotación	1.022	-88,96	17.696	-78,44
Amortizaciones y otras dotaciones	381	-12,61	5.207	-25,36
Otras ganancias y pérdidas	2.976	-6,06	8.998	-66,32
Resultado antes de impuestos	3.617	-69,83	21.487	-78,90
Impuesto sobre sociedades	—	—	—	—
Resultado después de impuestos	3.617	-69,83	21.487	-78,90

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. Datos a noviembre de 2008.
3. Variación interanual (de noviembre de 2007 a noviembre de 2008).

Agencias de valores no miembros de bolsa

Las agencias de valores no miembros de bolsa son, en su mayoría, entidades de tamaño pequeño con un cierto grado de especialización en determinados servicios. Su contribución al resultado antes de impuestos agregado del sector de sociedades y agencias es reducido: entre enero y noviembre de 2008 supusieron el 4,3% del mismo.

Las agencias no miembros obtuvieron unos beneficios netos antes de impuestos de 21,5 millones de euros durante los primeros once meses del año, lo que supuso una reducción del 79% respecto al mismo periodo de 2007. La distribución de resultados no fue uniforme, ya que siete de las entidades consiguieron aumentar sus beneficios en ese periodo, mientras que 16 entidades incurrieron en pérdidas a finales de noviembre, frente a seis en el mismo mes de 2007. El importe total de las pérdidas equivalía al 35% del resultado antes de impuestos agregado, frente a un porcentaje del 2,8% en 2007.

Como en el caso de las agencias miembros, la fuerte caída del resultado antes de impuestos refleja, esencialmente, la disminución de las comisiones netas por servicios, que se redujeron en un 45% respecto al periodo enero-noviembre de 2007,

como se indica en el cuadro 7.7. En particular, los ingresos brutos procedentes de las dos actividades más importantes, tramitación y ejecución de órdenes y suscripción y reembolso de IIC, se redujeron un 58% y un 59% respectivamente. Cabe destacar que, tanto en el caso de las agencias miembros como en el de las no miembros, los gastos de explotación experimentaron un moderado descenso que resultó, sin embargo, insuficiente para evitar una intensa caída del margen de explotación.

7.3 Sociedades gestoras de cartera (SGC)⁸

Las SGC basan su negocio en el servicio de gestión discrecional de patrimonios mobiliarios, aunque pueden desarrollar otros servicios de inversión, como la comercialización de IIC y el asesoramiento financiero. A su vez, la gestión de carteras es una actividad que también puede ser desarrollada por las entidades de crédito y el resto de las empresas de servicios de inversión, salvo las empresas de asesoramiento financiero. Durante los últimos años, el número de SGC se ha reducido notablemente como consecuencia de los procesos de reestructuración de las filiales de los grupos financieros y por el aumento de la competencia efectuada por otras entidades. Al finalizar 2008 había diez SGC registradas en la CNMV, habiéndose dado de baja durante el año una entidad que se transformó en agencia de valores.

Entre enero y noviembre de 2008, el patrimonio gestionado por las SGC disminuyó el 33% en comparación con el mismo periodo del año anterior, como consecuencia de la depreciación de los activos de las carteras gestionadas y el descenso en el número de las mismas. Este último se concentró, fundamentalmente, en dos entidades pertenecientes a grupos bancarios que optaron por traspasar parte del negocio a la matriz u otras filiales. De este modo, la principal partida de ingresos, las comisiones por gestión de carteras, disminuyó un 20,6% en el periodo de referencia, mientras que el margen ordinario cayó un 18,5%, como se indica en el cuadro 7.9. El incremento de los gastos de explotación, del 12,2%, y la evolución indicada de los ingresos ordinarios dieron lugar a una reducción del margen de explotación del 61,9%. Los resultados antes de impuestos se situaron en 1,5 millones de euros, lo que supone un 66,9% menos que en el mismo periodo de 2007.

Patrimonio gestionado por las SGC

CUADRO 7.8

Importes en miles de euros

	30/11/2007	30/11/2008	% var 08/07
Total			
Número de carteras	4.239	2.941	-30,6
Patrimonio	4.637.379	3.107.628	-33,0
Distribución por tipo de carteras			
SICAV			
Número	38	34	-10,5
Patrimonio	298.772	185.197	-38,0
Otras carteras gestionadas			
Número	4.201	2.907	-30,8
Patrimonio	4.338.607	2.922.431	-32,6

Fuente: CNMV.

8. Véase nota 3.

El descenso de los beneficios no impidió que los recursos propios computables aumentasen para la mayoría de las entidades y que el sector, en su conjunto, cumpliera con holgura los requisitos de solvencia. En diciembre de 2008, las SGC mantenían un exceso global de recursos propios sobre los exigibles por la normativa del 150%, notablemente superior al registrado en diciembre de 2007, del 40%.

Cuenta de pérdidas y ganancias de las SGC¹

CUADRO 7.9

Importes en miles de euros

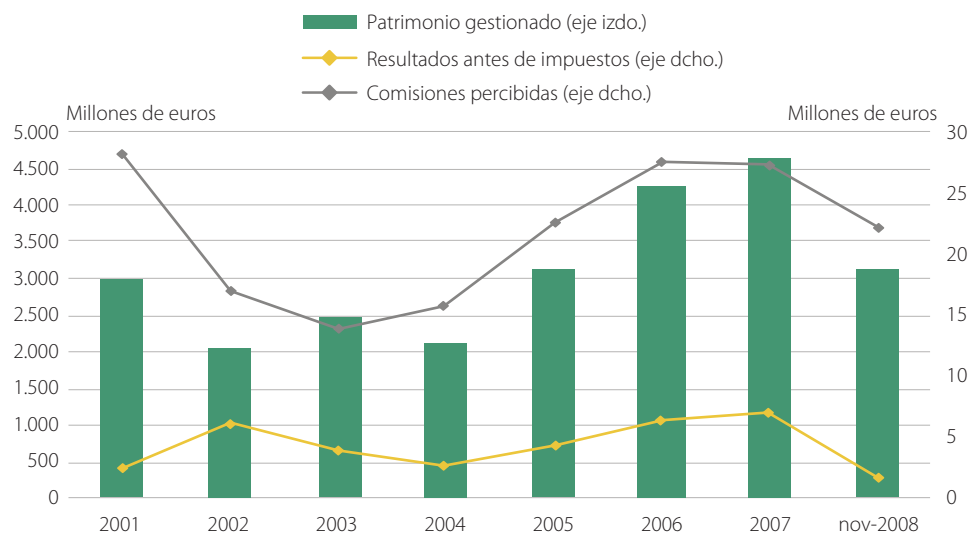
	2007 ²	2008 ²	% var. 08/07 ³
Margen financiero (MF)	1.324	1.412	6,65
Beneficios netos en valores (BV)	68	-218	—
Comisiones netas percibidas	14.188	11.506	-18,90
Comisiones percibidas, de las que	27.118	22.240	-17,99
Gestión de carteras	23.156	18.394	-20,56
Suscripción y reembolso en IIC	1.582	1.079	-31,80
Otras	2.380	2.767	16,26
Comisiones satisfechas	12.930	10.734	-16,98
Margen ordinario	15.580	12.700	-18,49
Gastos de explotación	9.136	10.247	12,16
Gastos de personal	4.931	5.206	5,58
Gastos generales	4.205	5.041	19,88
Margen de explotación	6.444	2.453	-61,93
Amortizaciones y otras dotaciones	1.923	832	-56,73
Otras ganancias y pérdidas	47	-107	—
Resultados antes de impuestos	4.568	1.514	-66,86
Impuestos	—	—	—
Resultados después de impuestos	4.568	1.514	-66,86

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. Datos a noviembre.
3. Variación interanual (de noviembre de 2007 a noviembre de 2008).

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

GRÁFICO 7.5



Fuente: CNMV.

8.1 Entidades de capital-riesgo registradas en la CNMV

El ejercicio 2008 ha venido marcado por la ralentización del sector del capital-riesgo, que se ha hecho más palpable después de dos ejercicios de espectacular crecimiento que supusieron un incremento en conjunto del 66% en el número de entidades registradas.

Así, las solicitudes de inscripción de entidades en la CNMV durante 2008 fueron 55, lo que supone un aumento del 19% respecto a las existentes en 2007. Hay que destacar, además, que el 70% de las entidades se han registrado en los primeros seis meses del año, lo que resulta indicativo de la reducción de la actividad de capital-riesgo derivado de la profundización de la crisis.

Por otra parte, también se ha producido un aumento considerable de las bajas, en particular en sociedades de capital-riesgo que fundamentalmente solicitan su exclusión del registro por la difícil situación del mercado y por la dificultad de encontrar nuevos inversores.

En términos netos las entidades registradas en la CNMV aumentaron en 46, alcanzando la cifra de 322. Durante 2008 se dieron de alta 21 fondos y 25 sociedades¹ de capital-riesgo y al finalizar el ejercicio estaban inscritos en el registro 95 fondos y 154 sociedades (véase cuadro 8.1). En cuanto a las sociedades gestoras, se han incorporado al registro nueve nuevas entidades, cerrándose el ejercicio con 73 SGECR inscritas².

Altas y bajas en el registro de ECR en 2008

CUADRO 8.1

	Situación a 31/12/2007	Altas	Bajas	Situación a 31/12/2008
Entidades	276	55	9	322
Fondos de capital-riesgo	76	21	2	95
Sociedades de capital-riesgo	134	25	5	154
Sociedades gestoras de ECR	66	9	2	73

Fuente: CNMV.

Las características fundamentales de las ECR durante el ejercicio 2008 han sido las siguientes:

- La mayoría de las entidades registradas se acogen a la modalidad de régimen simplificado (más del 82%), aprovechando las ventajas inherentes a este régimen en

1. Además, a 31 de diciembre de 2008, había doce ECR pendientes de inscripción en el registro de la CNMV y en proceso de autorización.

2. Además, a 31 de diciembre de 2008, había cuatro SGECR pendientes de inscribirse y en proceso de autorización.

lo que respecta a la simplicidad de obligaciones y fundamentalmente por la posibilidad que brinda esta modalidad para la emisión de acciones especiales para sus promotores o fundadores.

- En cuanto al ámbito geográfico, casi todas las entidades registradas tienen una política de inversiones marcadamente nacional. También han proliferado las entidades circunscritas a una comunidad autónoma, debido a la participación de las mismas u organismos públicos dependientes que se convierten en promotores de las ECR con el fin de aumentar la productividad de las distintas regiones.
- La política de inversiones de las nuevas entidades es más especializada y se vuelve a prestar atención a los sectores más tradicionales, como los servicios, y hacia ámbitos con oportunidades de poco riesgo, que cuenten con resultados regulares y predecibles. El sector tecnológico sigue atrayendo la inversión de muchos operadores, en particular el de las energías renovables.
- Las operaciones en que se han materializado las inversiones han sido principalmente referidas a las primeras etapas (semilla y arranque) y al capital expansión, disminuyendo las operaciones apalancadas, todo ello debido a la falta de financiación y al endurecimiento de las condiciones crediticias.
- El tamaño de las inversiones ha sido más reducido, estando en más de un 90% de las mismas por debajo de los 5 millones de euros.

8.2 Datos del sector

Hay que señalar que la actividad de este sector también ha resultado muy afectada por la crisis. De acuerdo con las cifras preliminares de ASCRI³, asociación que incorpora la mayoría de las entidades de capital-riesgo que operan en España, el volumen de inversión realizado por las entidades en 2008 se estima en 2.948 millones de euros, lo que supone un descenso del 32% con respecto a la cifra alcanzada en 2007, que fue un máximo histórico en cuanto a la inversión en capital-riesgo en España. El número de operaciones realizadas en 2008 alcanzó un total de 805 operaciones, lo que representa un descenso del 5,7% con relación a 2007 (854).

En cuanto a la captación de fondos, el primer semestre del año 2008 concentró el 75% de la obtención de nuevos fondos durante el año, ya que a partir del verano las aportaciones de financiación fueron muy limitadas. En el conjunto del año se captaron en torno a los 2.650 millones de euros, lo que supone un descenso de casi un 50% con respecto a 2007. No obstante, el sector cuenta con liquidez abundante debido a la importante captación de fondos realizada en los años precedentes. De hecho, se estima que los fondos disponibles para invertir alcanzan los 6.000 millones de euros a finales de 2008.

Por último, también el capítulo de las desinversiones ha supuesto un retroceso importante, situándose en 604 millones de euros, lo que representa un descenso de más del 62% con relación al año anterior. La principal vía de desinversión ha sido la recompra de acciones por parte de los accionistas originales, seguida de las ventas a terceros.

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

IV La regulación y supervisión de los mercados de valores

9 Información financiera y de gobierno corporativo de los emisores

Este capítulo trata de las obligaciones de información al mercado por parte de las sociedades emisoras, las novedades en materia de regulación dentro de este campo y las actuaciones de la CNMV para mejorar su grado de cumplimiento. El apartado 9.1 trata de la información financiera que, a su vez, se divide en dos grandes bloques: la información anual, con especial atención a los informes de auditoría, y los informes intermedios, de carácter semestral y trimestral. En este apartado se destaca, en un recuadro, el debate internacional en torno al carácter procíclico de la actual normativa contable, suscitado en el contexto de la crisis financiera. El apartado 9.2 se refiere a la información relevante al mercado sobre participaciones significativas. El apartado 9.3 resume los aspectos más importantes de la información sobre gobierno corporativo. Finalmente, en el apartado 9.4 se da cuenta de la información en materia de hechos relevantes.

9.1 Información financiera

9.1.1. Información de auditorías y cuentas anuales¹

Las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado domiciliado en la Unión Europea tienen la obligación de remitir a la CNMV, cuando España sea Estado Miembro de origen, el informe de auditoría junto con las cuentas anuales, el informe de gestión y las declaraciones de responsabilidad sobre su contenido².

En el año 2008 se recibieron en la CNMV un total de 875 informes de auditoría sobre cuentas anuales del ejercicio 2007, individuales y consolidadas, y 34 informes especiales³ de auditoría. Se produjo, en consecuencia, un incremento del 3,6% del número de informes de auditoría, debido básicamente al aumento del número de informes correspondientes a fondos de titulización.

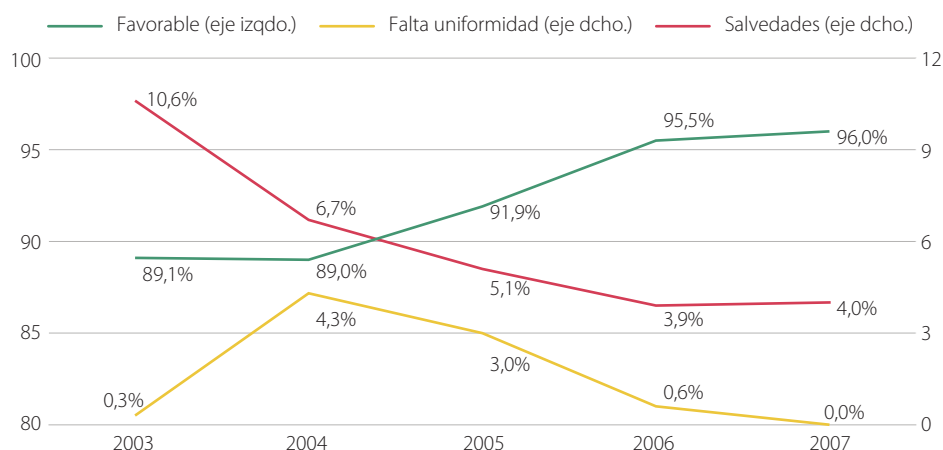
1. Esta información se encuentra disponible en la página web de la CNMV (www.cnmv.es), en el apartado "Registro Oficial de las Cuentas Anuales Auditadas", bajo el epígrafe "Entidades emisoras", "Informes financieros anuales".

2. Artículo 35 de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores. Los entes excluidos de esta obligación son "[...] Estados miembro de la Unión Europea, las Comunidades Autónomas, los entes locales y las demás entidades análogas [...], los organismos públicos internacionales de los que sea miembro al menos un Estado miembro de la Unión Europea, el Banco Central Europeo, y los Bancos Centrales nacionales de los Estados miembro [...]; y los emisores que tengan únicamente emisiones vivas de valores de deuda admitidas a negociación en un mercado secundario oficial [...] cuyo valor nominal unitario sea al menos 50.000 € [...]".

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.

Tal y como refleja el gráfico 9.1, el porcentaje de informes de auditoría de cuentas anuales con opinión favorable se ha incrementado ligeramente respecto al ejercicio anterior. Ha sido decisivo, en este sentido, el aumento del peso relativo de los fondos de titulización en el conjunto de la muestra, ya que en su caso el 100% presenta una opinión favorable. Excluidos los citados fondos, el porcentaje de informes con una opinión favorable sería idéntico al del ejercicio 2006 (93,1%).

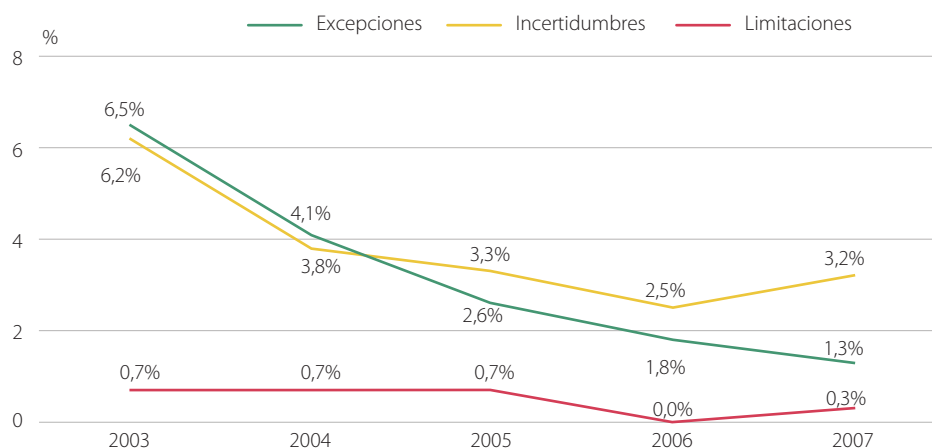
Por otro lado, cuatro sociedades presentan una opinión desfavorable o denegada respecto a sus cuentas de 2007 y hay dos sociedades, con opinión denegada por parte del auditor, que están suspendidas de cotización.

El gráfico 9.2 muestra la evolución de las salvedades incluidas en los informes de auditoría, durante el periodo 2003-2007, agrupadas en función de su tipo.

Las limitaciones al alcance constituyen el tipo de salvedad más preocupante, porque reflejan que el auditor no ha podido aplicar los procedimientos requeridos por las

Tipología de salvedades

GRÁFICO 9.2



Fuente: CNMV.

Normas Técnicas de Auditoría, al no haber dispuesto de información suficiente para formarse una opinión fundada al respecto. En estos casos, la CNMV exige, mediante requerimiento escrito, que se subsanen de forma inmediata aquellas limitaciones que provienen de la propia entidad emisora.

Inicialmente, se registraron ocho informes de auditoría del ejercicio 2007 (de cinco emisores de valores) con limitaciones al alcance. Sin embargo, tras los requerimientos remitidos por la CNMV, y una vez aplicados los procedimientos requeridos por las Normas Técnicas de Auditoría, se recibieron manifestaciones expresas de los auditores eliminando las limitaciones al alcance incluidas en cinco informes de auditoría (correspondientes a tres entidades). Una de las entidades que no ha levantado la limitación al alcance tiene suspendida la cotización. En otro de los casos anteriores, tras los trabajos de auditoría realizados para superar la limitación, el auditor incluyó en su opinión una salvedad por falta de información.

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

	Ejercicio 2005		Ejercicio 2006		Ejercicio 2007	
	Núm.	%	Núm.	%	Núm.	%
Auditorías recibidas en la CNMV	766	100,0	845	100,0	875	100,0
Cuentas individuales	553	72,2	621	73,5	671	76,7
Cuentas consolidadas	213	27,8	224	26,5	204	23,3
Informes especiales OM 30/09/92	35		30		34	
Opinión de auditoría						
Opinión favorable	704	91,9	807	95,5	840	96,0
Opinión con excepción de uniformidad	23	3,0	5	0,6	0	0,0
Opinión con otras salvedades	39	5,1	33	3,9	35	4,0
Tipos de salvedades¹						
Auditorías con excepciones	20	2,6	15	1,8	11	1,3
Auditorías con incertidumbres y otras	25	3,3	21	2,5	28	3,2
Auditorías con limitaciones	5	0,7	0	0,0	3	0,3
Efectos de las excepciones						
Efectos sobre resultados de las excepciones						
Auditorías con efectos positivos	2	0,3	0	0,0	2	0,2
Auditorías con efectos negativos	16	2,1	14	1,7	7	0,8
Efectos sobre patrimonio de las excepciones						
Auditorías con efectos positivos	5	0,7	8	0,9	0	0,0
Auditorías con efectos negativos	5	0,7	2	0,2	1	0,1
Naturaleza de las incertidumbres y otras						
Continuidad del negocio	6	0,8	4	0,5	12	1,4
Contingencias fiscales	4	0,5	3	0,4	1	0,1
Recuperación de activos	13	1,7	11	1,3	8	0,9
Contenciosos y litigios	9	1,2	8	0,9	5	0,6
Otras incertidumbres	5	0,7	2	0,2	4	0,5
Denegación de opinión u opinión adversa	1	0,1	1	0,1	5	0,6

Fuente: 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.

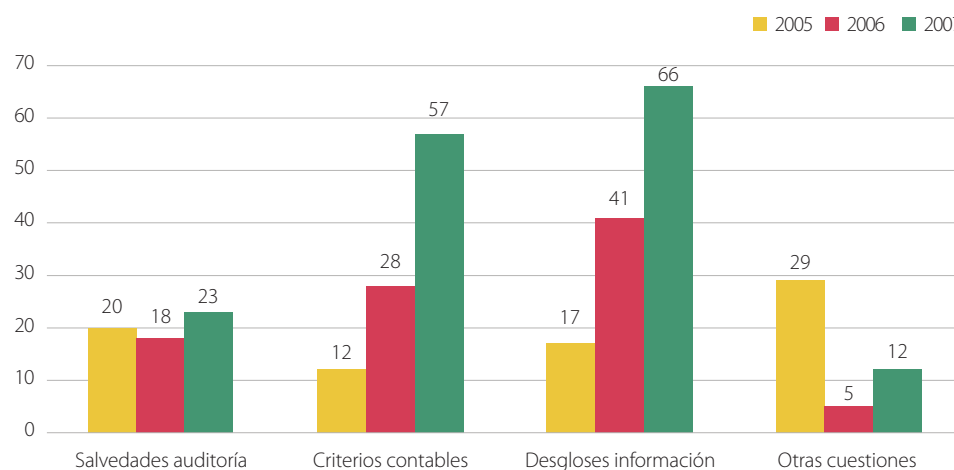
1. Excluidas excepciones por uniformidad.

La CNMV revisa y publica las opiniones contenidas en los informes de auditoría y también realiza una labor de supervisión sobre las cuentas anuales auditadas. Su objetivo es comprobar que se han aplicado de forma adecuada y consistente los criterios contables y normas de valoración, revisar que contienen la información suficiente para su interpretación y comprensión adecuada, así como que han sido publicadas y difundidas en los plazos previstos por la legislación vigente.

Todas las cuentas anuales auditadas recibidas en la CNMV se someten a una revisión formal y de cumplimiento de los requisitos exigidos por la normativa vigente. Además, la revisión de las informaciones financieras intermedias de los emisores permite anticipar cuestiones que pueden suscitar alguna duda en la aplicación de las normas contables.

Motivos de los requerimientos de las revisiones sustantivas

GRÁFICO 9.3



Fuente: CNMV.

Adicionalmente, se realiza una revisión sustantiva sobre un número determinado de cuentas anuales auditadas. Para identificar las entidades objeto de revisión se ha utilizado un modelo mixto de selección basado en el riesgo y en la rotación aleatoria, que se ajusta a los principios establecidos en el estándar número 1 del Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR).

En la revisión formal de las cuentas anuales e informes de gestión correspondientes al ejercicio 2007 se ha realizado un especial seguimiento de: (i) la aplicación de la NIIF 7 (*Instrumentos Financieros: información a revelar*), en lo relativo a los riesgos financieros; (ii) la información sobre la gestión de capital de las sociedades (NIC1.124A-C); y (iii) la inclusión en el informe de gestión de lo previsto⁴ en el artículo 116 bis de la Ley del Mercado de Valores. Estas comprobaciones han llevado a la CNMV a remitir requerimientos a 30 sociedades.

Por otro lado, la revisión sustantiva realizada sobre las cuentas anuales e informe de gestión de las sociedades emisoras ha dado lugar al envío de requerimientos a

4. Estructura de capital, restricciones a la transmisibilidad de las acciones, participaciones significativas, restricciones al derecho de voto, pactos parasociales, normas de nombramiento y poderes de los consejeros.

75 entidades en relación con salvedades de auditoría, omisiones de información, aclaraciones de los criterios contables y métodos de valoración aplicados.

Toda la información que la CNMV supervisa respecto a los emisores de valores se difunde a través de su página web. Específicamente, en ella se encuentra: 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 auditoría; la respuesta a los requerimientos remitidos y los informes especiales de auditoría. También se publica, de conformidad con las recomendaciones de CCSR, un informe anual sobre las auditorías recibidas en la CNMV y sobre las principales cuestiones detectadas en el proceso de revisión de los estados financieros anuales y de periodos intermedios.

Respecto a los incumplimientos detectados, son destacables los problemas de valoración. Así, se ha detectado en varios emisores incumplimientos de los principios de reconocimiento y valoración recogidos en la normativa vigente que, por su materialidad, no han requerido la reformulación de las cuentas anuales, pero que deben ser subsanados en las cuentas anuales del ejercicio 2008 mediante la reexpresión de la información comparativa. En estos casos, se ha exigido a los emisores que remitan, a efectos informativos, los estados financieros del ejercicio 2007 corrigiendo los errores en los que incurrieron y que subsanen el error en el informe financiero anual del ejercicio 2008, de conformidad con lo previsto en la NIC 8: *Políticas contables, cambios en las estimaciones contables y errores*.

Por otro lado, en la revisión de las cuentas anuales de una entidad emisora se han detectado incumplimientos de los principios de reconocimiento y valoración recogidos en la normativa vigente que, dada su materialidad, han motivado que la CNMV haya exigido a la sociedad la reformulación de las cuentas anuales consolidadas del ejercicio 2007, así como la rectificación de la información pública periódica consolidada de dicho ejercicio. En concreto, la sociedad no había registrado correctamente los efectos contables derivados de su operativa con seguros de cambio.

Recomendaciones y comentarios sobre la aplicación de la normativa contable

Como resultado de la revisión de las cuentas anuales auditadas, de los requerimientos remitidos y de las reuniones mantenidas con las entidades emisoras y sus auditores, la CNMV ha identificado algunos aspectos de la normativa contable aplicable que considera relevantes para mejorar la calidad de la información financiera y que se destacan a continuación:

a) Presentación de los estados financieros:

- Se recomienda incluir una nota explicativa que aporte suficiente información sobre el estado de flujos de efectivo.
- En los estados financieros deben presentarse rúbricas adicionales a las partidas mínimas, cuando tal presentación sea relevante.
- El ciclo normal de explotación debe ser aplicado a todos los activos y pasivos para su clasificación como corrientes o no corrientes.
- Si se incumplen las restricciones impuestas a una entidad por la concesión de préstamos (*covenants*) en, o antes de, la fecha de balance, la entidad deberá cla-

sificarlo como corriente, aunque se hubiera alcanzado un acuerdo con el prestamista después de la fecha del balance (*waiver*).

b) Valoración y desgloses de instrumentos financieros:

- Debe tenerse en cuenta la guía publicada por el IASB el 31 de octubre de 2008, sobre medición y desglose del valor razonable de los instrumentos financieros, cuando no existe un mercado activo.
- En el caso de que las entidades opten por aplicar las modificaciones de la NIC 39 aprobadas por el IASB en 2008 para permitir la posibilidad de reclasificación de determinados activos financieros, deberá desglosarse la información recogida en la NIIF 7 para poder evaluar su efecto.
- Cuando se alcancen acuerdos de refinanciación, deben analizarse las nuevas condiciones para determinar si son sustancialmente diferentes a las originales.
- Las entidades deben evaluar en cada fecha de balance si existe evidencia objetiva de que un activo, o grupo de activos financieros, está deteriorado. En el caso de activos de patrimonio cotizados, una disminución prolongada o significativa es indicio de deterioro de valor que exige realizar un análisis exhaustivo del resto de factores relevantes.
- La información aportada sobre el riesgo de crédito, liquidez y mercado ha sido generalista y cualitativa y no responde suficientemente a las exigencias de la NIIF 7.
- Considerando el efecto potencial de los productos estructurados, parece necesario que se suministre información acerca de la tenencia de estos productos, sus características, valores razonables y su impacto sobre el patrimonio y los resultados.
- Se debe incluir información que permita evaluar los objetivos, políticas y procesos que la entidad aplica para gestionar el capital.

c) Reconocimiento de ingresos: se deben aplicar con rigor los criterios establecidos en la NIC 18, en particular cuando: (i) los contratos estén sujetos a hitos o condiciones resolutorias o suspensivas; (ii) el importe cobrado de la transacción no sea representativo sobre el total de la operación; y (iii) las ventas se produzcan con financiación de la propia entidad y su recuperación no esté razonablemente asegurada.

d) Ventas con arrendamiento posterior: debe analizarse detenidamente que se cumplan las condiciones requeridas para que se pueda contabilizar el beneficio generado.

e) Deterioro del valor de activos no financieros: las entidades deben explicar de manera convincente en sus memorias cómo han realizado el test de deterioro.

f) Inversiones y existencias del sector inmobiliario:

- Se deben desglosar los métodos de valoración y las principales hipótesis aplicadas en la determinación del valor razonable.

- Cuando la dirección sea consciente de la existencia de incertidumbres importantes sobre la posibilidad de que la entidad siga funcionando normalmente, las revelará en los estados financieros, así como los factores mitigantes de tales incertidumbres.
 - En relación con la contratación de trabajos de valoración de activos inmobiliarios, las compañías cotizadas deben tomar en consideración las recomendaciones publicadas por la CNMV en su página web con fecha 1 de julio de 2008.
- g) Combinaciones de negocio: las entidades deben ser más rigurosas al aplicar la NIIF 3 para calcular el coste de la combinación cuando el pago incluye la entrega de instrumentos de patrimonio. Adicionalmente, la información a revelar debe ser mejorada.
- h) Aplicación del nuevo Plan General Contable (NPGC): conviene destacar dos cuestiones: (i) las entidades que decidan revertir parte de la dotación de la cartera de instrumentos de patrimonio de empresas del Grupo, multigrupo y asociadas, deberán justificar el criterio seguido en la valoración, así como el aplicado para registrar las correcciones valorativas por deterioro; y (ii) las entidades que no estén obligadas a preparar cuentas anuales consolidadas deben analizar el efecto que tienen las normas de registro y valoración del NPGC relativas a los instrumentos financieros.
- i) Otros desgloses relevantes:
- Resulta necesario mejorar la información que se aporta sobre los impuestos en las memorias de las cuentas anuales, en particular con relación al reconocimiento, el movimiento de activos y pasivos por impuestos diferidos, etc.
 - Las entidades deben informar sobre todas las transacciones y saldos pendientes con partes vinculadas, desagregando las partidas cuando sea necesario.

Estas recomendaciones fueron incluidas, de forma más extensa y detallada, en el Informe sobre las Auditorías de las Cuentas Anuales del ejercicio 2007, que fue difundido a través de la web de la CNMV en diciembre de 2008⁵, y remitido en enero de 2009 a todas las firmas que auditan entidades cotizadas, así como a las tres corporaciones de auditores.

9.1.2. Información periódica semestral y trimestral

Las entidades emisoras de valores 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, deben remitir a la CNMV información financiera con carácter trimestral y semestral⁶.

La CNMV realiza un seguimiento continuo de estas informaciones intermedias para detectar aquellas cuestiones que pueden contener o suscitar dudas en la aplicación de las normas contables. No obstante, la revisión de la información pública periódica

5. Se puede consultar en la siguiente ruta de la web de CNMV: www.cnmv.es / Publicaciones y otros documentos / Publicaciones de la CNMV / Informes y Memorias / Informe sobre Auditorías de Empresas Cotizadas.

6. Artículo 35 de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores.

ca tiene un alcance inferior al de las cuentas anuales, porque los modelos de estados financieros intermedios contienen información resumida.

Durante el 2008, las actuaciones de revisión y control realizadas por la CNMV abarcaron la información financiera del segundo semestre de 2007, primer semestre de 2008 y las declaraciones intermedias de gestión del primer y tercer trimestre de 2008.

Cabe destacar la entrada en vigor de los nuevos modelos de información periódica semestral y trimestral de la Circular 1/2008⁷ sobre información periódica de los emisores, cuyas principales novedades son las siguientes:

- Los informes financieros anuales y semestrales deben incluir una declaración de responsabilidad sobre su contenido que debe ir firmada por los administradores.
- Los emisores de acciones y valores de deuda cotizados, tanto en bolsas como en AIAF, deben hacer público un primer informe financiero semestral que contendrá, entre otras informaciones, las cuentas anuales resumidas, elaboradas a nivel consolidado conforme a las normas internacionales de información financiera 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 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.

Tras la revisión de esta información, la CNMV se dirigió a 34 entidades a las que pidió aclaraciones o solicitó que corrigiesen errores en los estados financieros del segundo semestre de 2007; en el caso del informe del primer semestre de 2008, el número de entidades requeridas ascendió a 88. La aplicación de los nuevos modelos de información pública recogidos en la Circular 1/2008 y el mayor volumen de información que exigen han motivado dicho aumento. Adicionalmente, se enviaron un total de 13 requerimientos por diversos motivos.

La normativa que regula la información financiera de los emisores no establece la obligación de someter el informe financiero semestral a auditoría completa o a una revisión limitada. Sin embargo, si hubiese sido voluntariamente auditado o revisado, la opinión del auditor se debe publicar íntegramente. El 37,7% de las entidades emisoras ha sometido sus cuentas anuales resumidas del primer semestre de 2008 a algún tipo de auditoría o revisión por parte de los auditores. Este porcentaje se eleva al 64,7% si se consideran sólo las entidades que forman parte del índice Ibx 35.

7. 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.

En los casos de una auditoría completa —11 entidades— el auditor con su opinión ofrece una seguridad razonable sobre los estados financieros intermedios que se presentan, mientras que en los de revisión limitada —82 entidades— la seguridad que ofrece el auditor en su conclusión es más moderada. En el 90,3% de los informes de auditoría y de revisión limitada recibidos, el auditor no ha manifestado objeción alguna a la información financiera intermedia.

9.1.3. Novedades en materia de regulación

Las revisiones limitadas de los informes financieros semestrales que realiza el auditor externo quedan fuera del ámbito de aplicación de la actual Ley de Auditoría de Cuentas. Por tanto, cuando se realiza una auditoría sobre la información semestral, el auditor estará sometido a la disciplina del ICAC y a sus Normas Técnicas de Auditoría, pero no cuando realice una revisión.

Al no existir una Norma Técnica sobre los trabajos de revisión limitada, la CNMV tomó la iniciativa de elaborar una serie de recomendaciones sobre el alcance de los procedimientos y pruebas a realizar por el auditor, así como sobre los modelos de informes de revisión limitada y, en julio de 2008, publicó una guía⁸ consensuada con las distintas corporaciones de auditores. Esta guía toma como referencia las normas internacionales de trabajos de revisión (International Standards on Review Engagements, ISRE) emitidas por el International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB), distinguiendo en su aplicación si la revisión limitada se realiza por el auditor de cuentas de la entidad (ISRE 2410), o si se realiza por un auditor distinto (ISRE 2400).

El auditor, a partir de su juicio profesional, determinará el alcance y la naturaleza de los procedimientos que debe aplicar, así como la necesidad de desarrollar trabajos adicionales cuando tenga dudas sobre la existencia de ajustes materialmente significativos. La guía señala algunos aspectos que, por su relevancia y de conformidad con las ISRE, debería analizar el auditor cuando aborda un trabajo de revisión limitada, como son: el conocimiento razonable de la industria y el negocio, de la estructura organizativa y los sistemas de contabilización y de las bases para la elaboración de los estados financieros, así como las políticas contables, estimaciones y asunciones empleadas. También debería revisar las notas explicativas y analizar las transacciones significativas y/o complejas.

Respecto a los modelos de informe de revisión limitada, la guía describe una serie de aclaraciones relevantes a ser tenidas en cuenta por el auditor, entre otras: que la emisión de un informe bajo las ISRE implica el cumplimiento con el código de ética profesional de la International Federation of Accountants (IFAC); algunas consideraciones sobre el informe de revisión limitada cuando existan incertidumbres, al objeto de evitar discrepancias entre las auditorías de cuentas anuales y las revisiones limitadas de estados intermedios, y una manifestación sobre si existe o no consistencia/uniformidad en los criterios y principios contables aplicados en los estados financieros intermedios respecto a los aplicados en el periodo anterior, tal y como requieren la NIC 34 y el Plan General de Contabilidad.

Otra novedad en la regulación afecta a los fondos de titulización, como consecuencia de los cambios normativos en materia contable. La CNMV, con la habilitación

8. Modelos de informe y guías de actuación para trabajos de revisión limitada sobre estados financieros intermedios, disponible en www.cnmv.es.

que se recoge en el Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, que regula los fondos de titulización de activos y en la Orden EHA/3536/2005, de 10 de noviembre, ha elaborado una circular de adaptación de las normas contables, cuentas anuales, estados financieros públicos y estados reservados de información estadística, aprobada por el Consejo de la CNMV en marzo de 2009 y que tendrá su primera aplicación en las cuentas anuales de 2008.

El proyecto se basa en el Código de Comercio y respeta los principios establecidos en el Plan General de Contabilidad aprobado por el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre. Además, en dicha adaptación se han tenido en cuenta las especiales características, legales y operativas, de los fondos de titulización, entre las que destacan su patrimonio neto nulo y la ausencia de personalidad jurídica. Dentro del proyecto de circular destacan las siguientes características:

- El patrimonio neto nulo de los fondos implica que:
 - Cualquier beneficio resultante de su actividad se repercute generalmente al cedente de los activos titulizados, y cualquier posible pérdida se imputa a los pasivos del fondo, respetando el orden inverso de prelación de pagos establecido en el acuerdo de constitución del fondo para cada fecha de pago.
 - El estado de cambios en el patrimonio neto, previsto en el Código de Comercio, se sustituye por el estado de ingresos y gastos reconocidos, que presentará los conceptos que con arreglo al NPGC deben registrarse directamente en el patrimonio neto. Al cierre de cada periodo se repercutirá en el balance el saldo neto de los importes registrados directamente en este estado.
- El establecimiento de un conjunto de principios para la determinación de las pérdidas por deterioro de valor de los activos financieros titulizados, basándose en los criterios contenidos en el NPGC.
- La exigencia de mayores desgloses de información con una doble finalidad: facilitar una mayor transparencia al mercado y permitir un seguimiento y evolución a nivel europeo de este tipo de estructuras. Consecuentemente, los plazos de remisión de la información financiera pública se exigen de forma semestral, aplicando el primer semestre únicamente a los fondos de titulización sujetos a folleto. Los estados reservados de información estadística se exigen, con carácter trimestral, para todos los fondos, tanto los sujetos a folleto como los no sujetos.

Debate internacional sobre la crisis financiera y la normativa contable

La crisis financiera internacional ha generado un intenso debate sobre la aplicación de las normas contables en todo el mundo y la publicación de numerosos informes recomendando revisiones de distinto alcance, con la finalidad de corregir errores detectados y seguir proporcionando una información relevante y comparable para los usuarios de la información financiera. Parte de las modificaciones propuestas intentan dar respuesta a la dificultad de realizar valoraciones sobre determinados instrumentos financieros cuando la liquidez en los mercados disminuye fuertemente. Otras han surgido en el debate existente sobre el papel del valor razonable como un factor procíclico en el comportamiento de las entidades. Sobre el tema cabe destacar el

informe realizado por la SEC estadounidense, publicado el 30 de diciembre de 2008, en el que se muestra contraria a la suspensión de la contabilidad del valor razonable del FASB 157, *Medición del valor razonable*, al considerarlo una medida muy relevante para los inversores, aunque sí propone algunas mejoras.

Con el objetivo de mitigar los efectos de la crisis y reducir el riesgo de nuevos episodios, el Financial Stability Forum publicó el 11 de abril de 2008 un documento con diversas recomendaciones para mejorar la fortaleza de los mercados e instituciones, de las que tres hacían referencia a mejoras contables: reforma de la información financiera sobre vehículos de inversión no consolidados, elaboración de guías de valoración de instrumentos financieros en mercados no activos y adopción de desgloses de información sobre valoración de instrumentos financieros.

La respuesta del IASB relativa a la consolidación de vehículos especiales se encuentra muy avanzada. En diciembre de 2008 se publicó un borrador de norma que aúna las actuales NIC 27 y SIC 12, y está previsto un borrador acerca de la baja de activos financieros en el segundo semestre de 2009.

Asimismo, se han emitido diversas guías adicionales para la valoración de instrumentos financieros cotizados en mercados inactivos. Así, en primer lugar, destaca el comunicado conjunto SEC-FASB, de 30 de septiembre de 2008, con clarificaciones sobre la medición del valor razonable. A éste han seguido los comunicados del IASB¹ declarando compatibles con las NIIF tales clarificaciones. También se ha producido la declaración de CESR sobre la medición del valor razonable de instrumentos financieros ilíquidos y sus desgloses asociados (CESR 08-713b), que ha servido de contribución a la elaboración de las guías emitidas por el Panel de Expertos del IASB² que constituyen una herramienta esencial a la hora de facilitar una aplicación consistente de las normas relativas a la determinación del valor razonable. Por ello, CESR³ recomendó su aplicación inmediata a partir de los estados financieros del tercer trimestre de 2008.

Adicionalmente, hay que mencionar el compromiso manifestado conjuntamente por el IASB y el FASB⁴ para trabajar juntos en las reformas contables necesarias para corregir y evitar las deficiencias detectadas durante la crisis. Con ese propósito, entre otras medidas, anuncian la creación de un Grupo de Asesoramiento sobre la Crisis Financiera, que cuenta con la presencia del Vicepresidente de la CNMV como observador en representación de CESR.

Como respuesta a la petición del ECOFIN, de 7 de octubre, de que el IASB actuara con rapidez para mitigar los efectos de la contabilización a valor razonable de determinados instrumentos financieros, se emitió una modificación de la NIC 39 y de la NIIF 7 para permitir, en el contexto de la actual crisis de liquidez, el traspaso de determinados instrumentos de negociación, que antes se valoraban a valor razonable, a carteras en las que el criterio de su valoración es el de coste amortizado, reduciendo de esta manera el impacto en la cuenta de resultados y/o en el patrimonio que dichas valoraciones hubiesen ocasionado ya en el propio tercer trimestre de 2008. Así, también se elimina-

ba la desventaja competitiva existente con los emisores que aplican US GAAP, donde ya estaba permitida dicha reclasificación.

Hay otras propuestas de mejora en las normas contables, señaladas en una carta de la CE dirigida al IASB, del pasado 27 de octubre, que aún se encuentran en fase de análisis, como son la posibilidad de reclasificar instrumentos inicialmente designados dentro de la cartera de valor razonable con cambios en resultados y la consideración de si los instrumentos de titulización sintéticos (Collateralized Debt Obligations, CDO) incluyen un derivado que haya que separar, así como una evaluación de las reglas sobre deterioro de activos financieros disponibles para la venta.

El 7 de enero de 2009, CESR publicó un estudio (CESR 08-937) centrado en estos tres asuntos destacados por la CE, así como en la aplicación práctica de la reclasificación de instrumentos financieros en el tercer trimestre, opción que, si bien fue utilizada por algo más de la mitad de las entidades financieras europeas seleccionadas, no lo ha sido por ninguna de las españolas incluidas en el análisis. El impacto del reconocimiento a valor razonable de activos titulizados y otro tipo de instrumentos estructurados similares ha sido muy limitado en nuestro mercado. En este informe, CESR se manifiesta a favor de alcanzar un conjunto global de normas contables y señala la necesidad de respetar los procedimientos establecidos para su emisión, incluyendo un periodo adecuado de consulta pública, que puede ser más breve en situaciones de particular urgencia.

La CNMV considera que, si bien la actual coyuntura económica ha sometido a tensiones sin precedentes a todo el marco conceptual contable, también ha ayudado a poner de manifiesto ciertas deficiencias y debilidades, cuya corrección contribuirá a reforzar la consistencia en la aplicación de la normativa contable y, en consecuencia, a mejorar la transparencia y relevancia de la información financiera regulada.

Así, sería deseable contar con guías adicionales para determinar el valor razonable de los instrumentos financieros que no cotizan, o cotizan en mercados que se han vuelto ilíquidos. Estas guías también deben abordar los desgloses de información a suministrar a los inversores acerca de las principales hipótesis y asunciones utilizadas y las incertidumbres asociadas a las estimaciones.

La crisis también ha mostrado la necesidad de que los reguladores contables cuenten con principios firmes y claros, aunque mantengan el suficiente grado de flexibilidad en su aplicación para responder a situaciones coyunturales específicas.

Por lo que respecta al valor razonable, una de las lecciones de esta crisis es que todavía queda por hacer mucho trabajo de análisis acerca de sus fundamentos teóricos, en qué contexto y para qué tipo de activos y pasivos sería la medición más adecuada. El desarrollo conjunto con el FASB norteamericano de un nuevo Marco Conceptual puede ser el ámbito adecuado para acometer este tipo de análisis, que dote a los métodos de valoración del necesario soporte teórico y conceptual.

Finalmente, la CNMV comparte el objetivo de la convergencia con el que se pretende alcanzar un conjunto global único de principios contables de alta calidad, aplicables en todos los mercados de valores, que faciliten la comparabilidad y contribuyan a la eficiencia en las decisiones de inversión. Para ello, es fundamental mantener la independencia de los reguladores contables (IASB), incrementando su responsabilidad, para lo que parecen adecuadas medidas como la recientemente adoptada de crear un nuevo órgano de vigilancia en la estructura de la International Accounting Standards Committee Foundation, encargada de nombrar a los *Trustees* o administradores de la Fundación y controlar que se cumplen los procedimientos establecidos y que el IASB actúa y es considerado como un órgano independiente.

1. De 2 de octubre y siguientes.
2. 31 de octubre de 2008.
3. 5 de noviembre de 2008.
4. 20 de octubre de 2008.

9.2 Información sobre la estructura accionarial

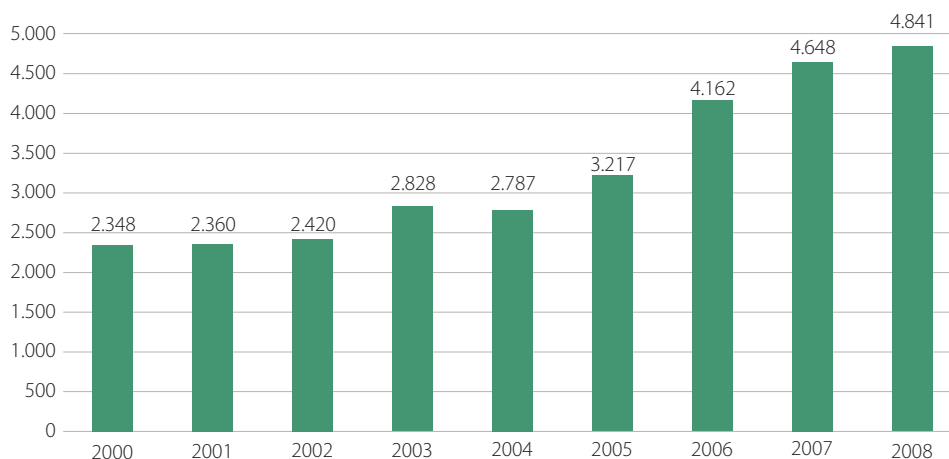
9.2.1. Comunicaciones incorporadas a los registros oficiales de la CNMV en el año 2008

En el ejercicio 2008 ha culminado el proceso de transposición de la Directiva de Transparencia, con la entrada en vigor del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre (en adelante, RD de Transparencia) y la Circular 2/2007, de 19 de diciembre, de la CNMV, por la que se aprobaron los nuevos modelos de notificación de participaciones significativas, de consejeros y directivos, de autocartera y de otros.

A partir de este cambio normativo se esperaba un fuerte incremento en el número de notificaciones de participaciones significativas y otras comunicaciones. Sin embargo, se validaron un total de 4.841 notificaciones, lo que supone un incremen-

Evolución de las notificaciones registradas

GRÁFICO 9.4



to del 4,2% respecto al año 2007 (4.648). El gráfico 9.4 muestra la evolución de las notificaciones registradas en la CNMV desde el año 2000. Las notificaciones validadas representan el 81,3% del total de las recibidas en la CNMV (5.957), las restantes fueron anuladas por los sujetos obligados por contener errores cuya subsanación requería el envío de nuevas comunicaciones⁹.

El 65% de las notificaciones corresponden a consejeros (59% en 2007); el 18% a accionistas significativos no consejeros (26% en 2007); el 10% corresponden a directivos (8% en 2007); y el 6% restante a las operaciones de autocartera (5% en 2007).

Accionistas significativos: notificación de derechos de voto e instrumentos financieros

El RD de Transparencia redujo el primer umbral de notificación de los accionistas significativos al 3% de los derechos de voto, frente al 5% anterior. Si el accionista está domiciliado en un paraíso fiscal, el umbral que le aplica es del 1% y sus respectivos múltiplos. El cuadro 9.2 muestra la distribución de las notificaciones recibidas, agrupadas por tramos de derechos de voto y por capitalización bursátil de las sociedades afectadas.

Derechos de voto de accionistas significativos: número de notificaciones recibidas

CUADRO 9.2

Sociedades	Derechos de voto			
	Menos del 5%	Entre el 5 y el 30%	Entre el 30 y el 50%	Más del 50%
Ibex 35	169	70	6	7
Más de 1.000 millones €	41	14	3	13
Menos de 1.000 millones €	268	217	10	23
Excluidas	24	3	0	5
Total	502	304	19	48
% sobre el total	58%	35%	2%	5%

Fuente: CNMV.

A pesar del incremento en las notificaciones de accionistas significativos con paquetes inferiores al 3% (335 notificaciones), en 2008 se ha registrado un descenso del 26,8% en el número total de notificaciones comunicadas, como consecuencia de los siguientes factores:

- i. El número de comunicaciones de los custodios ha descendido por la excepción establecida en el artículo 33 del RD de Transparencia, según la cual no están obligados a notificar aquellos custodios que actúen como tales y sólo puedan ejercer los derechos de voto inherentes a las acciones en custodia con instrucciones formuladas por escrito.

A lo largo de 2008 se han recibido solicitudes de baja de los registros oficiales de las notificaciones correspondientes a seis grandes custodios internacionales.

9. No se dispone de datos estadísticos de anulaciones en años anteriores, por lo que no es posible realizar una comparación.

- ii. Se ha reducido el número de notificaciones de las sociedades pertenecientes a un grupo. Según la norma anterior, tanto la dependiente como la dominante del grupo debían notificar participaciones significativas. Con la nueva normativa sólo debe notificar la dominante.

En 2008, un total de 46 grupos se han acogido a esta excepción en relación con 35 sociedades cotizadas, y sólo la dominante del grupo presenta notificación, excepto que la sociedad dependiente tenga la condición de consejero.

- iii. Además, las entidades dominantes pueden acogerse a la exención a notificar cuando alguna de las dependientes sean SGIIC o ESI que gestionan carteras, siempre que se den una serie de condiciones y las gestoras ejerzan sus derechos de voto independientemente de su entidad dominante.

En 2008, un total de 25 sociedades dominantes de grupos solicitaron la no agregación de la participación de las carteras administradas por gestoras dependientes. La mayoría son sociedades españolas cabeceras de grupos financieros.

Los inversores también están obligados a notificar a la CNMV la adquisición o transmisión de instrumentos financieros, con subyacente en acciones de sociedades cotizadas, que proporcionen al tenedor la posibilidad de adquirir una participación significativa en términos de derechos de voto. Esta información permite al mercado conocer los accionistas significativos que tienen derechos adquiridos para incrementar su participación, así como aquellos otros que tienen la posibilidad futura de figurar como accionistas significativos de la sociedad cotizada.

A pesar de que el umbral de notificación también se ha establecido en el 3%¹⁰, el número de notificaciones sobre instrumentos financieros ha sido muy escaso. En 2008, sólo se han recibido 18 notificaciones de instrumentos financieros presentadas por nueve accionistas significativos, que afectan a ocho sociedades cotizadas.

Consejeros: notificación de derechos de voto, instrumentos financieros y delegaciones de voto en junta general

El Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre (en adelante, RD de Abuso de Mercado), obliga a los consejeros de las sociedades cotizadas a notificar todas las operaciones que realicen sobre acciones o instrumentos financieros cuyo subyacente sean las acciones de la sociedad cotizada donde ejercen el cargo. Además, el RD de Transparencia obliga a los consejeros a informar de la posesión final de derechos de voto o instrumentos financieros. Como muestra el cuadro 9.3, durante el ejercicio 2008, un total de 999 consejeros presentaron 2.854 notificaciones referentes a derechos de voto sobre 163 sociedades, un 6,1% más que el en 2007 (2.690 notificaciones).

10. El RD de Transparencia no obliga a agregar derechos de voto e instrumentos financieros para el cálculo de los umbrales de notificación. Este enfoque era el recomendado inicialmente por CESR, pero algunos Estados Miembros de la UE han optado por la agregación. Además, también está en revisión la excepción a notificar instrumentos que se liquiden por diferencias.

Derechos de voto de los consejeros: número de notificaciones recibidas

CUADRO 9.3

Sociedades	Emisores	Notificaciones	Número de Consejeros
Ibex	33	743	294
Más de 1.000 millones de euros de capitalización	15	341	122
Menos de 1.000 millones de euros de capitalización	106	1.632	540
Excluidas	8	131	36
Cuotas participativas	1	7	7
Total	163	2.854	999

Fuente: CNMV.

En cuanto a los instrumentos financieros cuyo subyacente está constituido por acciones de la sociedad, los consejeros están obligados a notificar los que se liquidan tanto por entrega del subyacente como por diferencias, así como los relacionados con sistemas retributivos basados en acciones. La obligación se extiende, igualmente, tanto a instrumentos de tenencia directa como indirecta, a través de personas o sociedades estrechamente vinculadas, por parte de los consejeros. En 2008 se ha recibido un total de 312 notificaciones de instrumentos financieros (181 en 2007) que afectan a 38 sociedades cotizadas, siendo 15 de ellas del Ibex. Un 27,9% de las comunicaciones corresponde a sistemas retributivos en 14 sociedades.

Uno de los aspectos más novedosos del RD de Transparencia es la obligación de notificar la delegación de derechos de voto recibidos u otorgados para una junta general de accionistas. Durante 2008, se han recibido 24 notificaciones sobre derechos de voto en representación para una junta general, que afectan a 10 sociedades.

Comunicaciones de autocartera

En el año 2008 se han validado 304 notificaciones de operaciones de autocartera que afectan a 82 emisores, lo que representa un incremento del 41,4% respecto al año anterior (215). El 40% de las notificaciones corresponden a sociedades del Ibex (38% en 2007). El cuadro 9.4 recoge el número de notificaciones recibidas y el número total de emisores afectados por las mismas, mientras que el cuadro 9.5 desglosa las notificaciones de acuerdo con la capitalización bursátil de las sociedades y con la posición final de autocartera.

Autocartera: número de comunicaciones y de emisores afectados

CUADRO 9.4

Sociedades	Número de comunicaciones	N.º de emisores según número de comunicaciones			
		Total	Entre 1 y 5	Entre y 15	Más de 15
Ibex	122	26	18	6	2
Más de 1.000 millones euros*	27	9	9	0	0
Menos de 1.000 millones euros*	155	47	42	4	1
Total	304	82	69	10	3

* Capitalización.

Fuente: CNMV.

Autocartera: número de emisores notificantes según posición final

CUADRO 9.5

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

	Total emisores	Menos del 1%	Entre 1 y 2%	Entre 2 y 3%	Entre 3 y 4%	Más del 4%
Ibex	25	7	8	8	1	1
Más de 1.000 millones euros*	10	4	2	2	1	1
Menos de 1.000 millones euros*	47	13	17	7	4	6
Total	82	24	27	17	6	8

* Capitalización.

Fuente: CNMV.

Pactos parasociales

La Ley de Transparencia exige dar publicidad a los pactos parasociales que afecten a las sociedades cotizadas o a las entidades que ejercen el control sobre ellas. La publicidad se extiende tanto a la celebración como a la prórroga o modificación del pacto y debe comunicarse y registrarse en la CNMV como hecho relevante, según lo establecido en los artículos 92 y 112 de la Ley del Mercado de Valores.

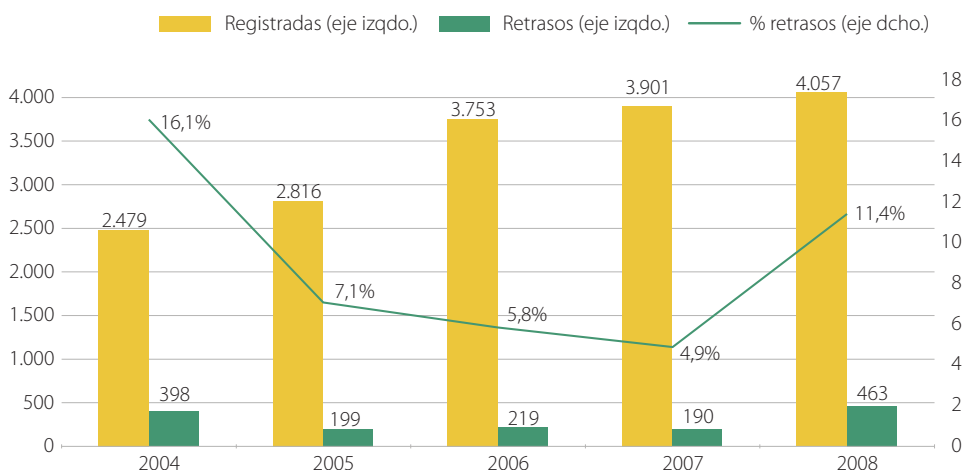
Durante el año 2008 se han recibido un total de siete nuevos pactos parasociales (16 en 2007), que afectan a otras tantas sociedades cotizadas, y nueve modificaciones de pactos anteriores. Los nuevos pactos regulan la libre transmisibilidad de las acciones y, además, en cuatro de ellos también se regula el derecho de voto y en otros tres el derecho de tanteo.

9.2.2. Retrasos en las comunicaciones recibidas y actuaciones realizadas

En el año 2008, el número de notificaciones recibidas fuera de plazo ascendió a 543, de las cuales 463 —el 85,3% del total— corresponden a consejeros y accionistas significativos, frente a 190 en 2007. Un total de 306 sujetos obligados han sido requeridos por presentar notificaciones fuera de plazo.

Notificaciones de consejeros y accionistas significativos presentadas con demora

GRÁFICO 9.5



Fuente: CNMV.

Con objeto de poder comparar con los datos de años anteriores, el gráfico 9.5 sólo incluye las notificaciones y retrasos de los consejeros y accionistas significativos.

Los detalles de mayor interés para los distintos tipos de notificaciones se ofrecen a continuación:

- El número de consejeros afectados por los retrasos en las comunicaciones asciende a 251. En 68 casos (27,1%) informaban de su nombramiento o cese.
- Un total de 45 notificaciones presentadas con retraso por 41 consejeros corresponden a operaciones con instrumentos financieros.
- Del total de retrasos de accionistas significativos, 19 están motivados por el incremento o descenso del umbral del 3%, y seis corresponden a accionistas residentes en paraísos fiscales.
- Las 52 notificaciones con retraso de los directivos afectan a 30 sociedades cotizadas.
- Los 28 retrasos en notificar la autocartera afectan a 17 cotizadas y obedecen, en su mayoría, a una interpretación de la norma según la cual el umbral de notificación del 1% se aplicó a la posición final, en lugar de a las adquisiciones.

Según las respuestas recibidas a los requerimientos enviados durante 2008, las justificaciones de los retrasos se pueden clasificar como sigue:

- i. El 77% de las respuestas alegan errores de interpretación de la nueva normativa (téngase en cuenta que los RD de Transparencia y Abuso de Mercado redujeron a 4 y 5 días bursátiles, respectivamente, el plazo de notificación de los accionistas significativos y consejeros, frente a los 7 días hábiles que establecía la anterior normativa) y desajustes administrativos o de control interno.
- ii. El 11% de las demoras aducen olvido involuntario o la coincidencia con periodos vacacionales.
- iii. Un 6% se justifica por operaciones societarias derivadas de fusiones, opas o similares.
- iv. Un 4% se debe a operaciones relacionadas con herencias —dificultad para cumplir el plazo por el proceso administrativo que conllevan— o a motivos personales (fallecimiento del cónyuge).
- v. Y el 2% restante corresponde a notificaciones referidas a sociedades cotizadas en situación de concurso de acreedores.

9.3 Gobierno Corporativo

El artículo 116 de la LMV regula la obligación de las sociedades cotizadas de hacer público, con carácter anual, un Informe de Gobierno Corporativo (en adelante, IAGC) y difundirlo como hecho relevante. El IAGC tiene que facilitar una información completa y razonada sobre las prácticas de gobierno corporativo de los emisores de valores cotizados, para que los inversores y otros usuarios de la información puedan formarse una opinión fundada.

La coexistencia de dos códigos de Buen Gobierno —Código Olivencia (1998) e Informe Aldama (2003)— generaba ciertas dificultades a la hora de informar sobre el grado de seguimiento de las recomendaciones. El Código Unificado, aplicable a los IAGC difundidos en 2008, establece una referencia común sobre las prácticas de buen gobierno de las sociedades cotizadas.

En el año 2008, un total de 174 IAGC de sociedades anónimas cotizadas, 43 de Cajas de Ahorro y otros 22 emisores de renta fija presentaron el IAGC relativo al ejercicio 2007. Tan sólo nueve sociedades fueron requeridas por el envío del informe fuera del plazo legalmente establecido.

A partir de los IAGC que publican los emisores, la CNMV elabora y publica anualmente un informe donde se analizan, en términos agregados, las principales pautas de gobierno corporativo de los emisores y una diversidad de datos estadísticos individualizados de cada entidad. La CNMV es pionera en la publicación de este tipo de informes respecto a otros supervisores internacionales.

9.3.1. Aspectos más significativos de la estructura de gobierno de las sociedades cotizadas

A nivel agregado, los aspectos más relevantes de las prácticas de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas son los siguientes:

Estructura de la propiedad

En el año 2007, el capital de las sociedades cotizadas se ha incrementado un 13,1% (7,3% en el Ibex). La capitalización bursátil se mantiene en niveles similares a los de 2006, excepto en las empresas del Ibex, que ha aumentado un 5,1%. La variación más significativa se ha producido en las inmobiliarias, cuya capitalización descendió un 50,7%.

En promedio, el capital flotante se situó en el 34,9% (44,2% en el Ibex), frente al 38,3% en 2006 (49,3% en el Ibex). Esta disminución se explica en buena medida por la entrada en vigor del RD de Transparencia, que ha reducido al 3% el umbral para considerar una participación como significativa, frente al 5% que fijaba la normativa vigente en ejercicios anteriores. Descontando el efecto del cambio legislativo, el promedio de capital flotante para el conjunto de sociedades cotizadas se situaría en el 36,2%.

La autocartera aumentó, a nivel agregado, del 0,5% al 0,8%.

Consejo de Administración

El tamaño medio del Consejo de Administración de las entidades analizadas (10,1 miembros) es ligeramente superior al registrado el año anterior, manteniéndose dentro del rango recomendado por el Código Unificado —no inferior a 5 miembros ni superior a 15—, así como el número de sociedades que cumplen dicha recomendación, pasando del 79,8% en 2006 al 82,4% en 2007.

Los consejeros independientes han reducido su peso relativo en el consejo, pasando del 30,3% en 2006 al 28,3% en 2007. Parte de este descenso se debe al proceso

gradual de ajuste a los requisitos de independencia establecidos en el Código Unificado.

También ha disminuido, un 5,3%, el número de compañías cuyos independientes representan al menos un tercio del Consejo, siendo un 38% de las sociedades. Las empresas han justificado dicha reducción por la adecuación de la representación de este tipo de consejeros a la estructura de capital.

La presencia de mujeres en los consejos de administración ha registrado un incremento, pasando de 118 consejeras en 2006 a 131 consejeras. Sin embargo, el número de consejeras en los consejos de las cotizadas se mantiene muy reducido, tan sólo en el 7,5% (6,9% en 2006). El 51,4% de las compañías tienen alguna mujer en el Consejo, mientras que el 39,6% de las sociedades con escasa o nula presencia femenina han declarado que no han adoptado medidas para corregir dicha situación.

Retribuciones del Consejo de Administración y la alta dirección

La retribución media por Consejo se situó en 2,68 millones y por consejero en 267.000 euros, lo que supone un 7% y un 5,3% más que en 2006, respectivamente.

El incremento registrado en las retribuciones fijas y en las dietas, respecto al ejercicio 2006, se situó, en promedio, en el 15,9% y el 10,9%, respectivamente. Por su parte, las remuneraciones variables aumentaron un 5,4%.

Las remuneraciones medias percibidas por los consejeros ejecutivos aumentaron un 5,3%, sobre la subida del 33,3% registrada en 2006. En este último ejercicio, vencieron un elevado número de planes de incentivos y derechos de opción, cuyos principales beneficiarios eran los consejeros ejecutivos.

Las políticas sobre las retribuciones de los consejeros y su nivel de transparencia han sido, y siguen siendo, uno de los aspectos más polémicos del gobierno corporativo de las sociedades cotizadas. Las recomendaciones del Código Unificado con menor nivel de seguimiento son las relacionadas con la transparencia de las retribuciones de los consejeros, que siguen totalmente menos de un 30% de las sociedades cotizadas. Las compañías argumentan que la legislación vigente ya obliga a dar una información detallada a los accionistas sobre remuneraciones del Consejo.

Comisiones delegadas del Consejo de Administración

En 2007, un 20% de los consejeros independientes (23,2% en 2006) no formaban parte de ninguna de las comisiones delegadas del Consejo. Se ha incrementado ligeramente el número de sociedades con presidentes independientes en las comisiones de supervisión y control, así como el nivel de seguimiento de otras de las recomendaciones del Código sobre la composición de las distintas comisiones.

Sin embargo, se ha reducido la presencia de independientes en la Comisión ejecutiva (20,5% frente al 22,8%), el Comité de auditoría (42,9% frente al 44,9% en 2006) y la Comisión de nombramientos y retribuciones (44,8% frente al 47,9% en 2006).

Operaciones con partes vinculadas

Resulta conveniente seguir insistiendo en la necesidad de mejorar el nivel de transparencia de la información contenida en los IAGC sobre ciertas materias de gobierno corporativo. Las sociedades deberían ampliar la información que suministran sobre la naturaleza de las operaciones vinculadas cuyo importe sea significativo. En general, las compañías señalan que las operaciones se han realizado en condiciones de mercado y que pertenecen al tráfico ordinario.

El importe agregado de las operaciones vinculadas realizadas con accionistas significativos asciende a 119.745 millones de euros. Las transacciones informadas por cinco entidades representan el 54,6% del volumen total.

Comparando las cifras del primer semestre de 2008 y 2007, se observa que el importe de las operaciones vinculadas comunicadas se ha incrementado un 5,6% respecto al ejercicio anterior. Gran parte de estas operaciones ha sido efectuada con entidades de crédito que son parte vinculada al emisor.

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

Operaciones con partes vinculadas de las sociedades cotizadas

CUADRO 9.6

Importes en millones de euros

	Núm. sociedades		Tipo de operación ¹		Núm. de operaciones ³		Importe	
	1S 08	1S 07	1S 08	1S 07	1S 08	1S 07	1S 08	1S 07
Operaciones con:								
Accionistas significativos	120	102	30	30	534	463	119.745	118.304
Administradores y directivos	91	86	21	25	296	288	1.929	1.895
Personas o entidades del Grupo	112	104	29	28	544	467	68.863	65.572
Otras partes vinculadas	88	79	28	25	350	302	24.349	17.617
Total	270	270	31²	31	1.724	1.520	214.886	203.388
% sobre el total								
Accionistas significativos	44,4	37,8	96,8	96,8	31,0	30,5	55,7	58,2
Administradores y directivos	33,7	31,9	67,7	80,6	17,2	18,9	0,9	0,9
Personas o entidades del Grupo	41,5	38,5	93,5	90,3	31,6	30,7	32,0	32,2
Otras partes vinculadas	32,6	29,3	90,3	80,6	20,3	19,9	11,3	8,7

Fuente: CNMV.

1. Número de tipos de operaciones realizadas por cada categoría de parte vinculada.
2. Número total de tipos de operaciones recogidas en el modelo de información pública periódica semestral.
3. Número de operaciones realizadas de cada categoría.

Sistemas de control de riesgos

Las empresas deben informar en los IAGC sobre el nivel de exposición de los riesgos asumidos, resaltando aquellos que sean significativos y con alta probabilidad de materializarse, o que afecten a áreas críticas de su actividad.

El ejercicio 2007 ha estado marcado por sucesos y turbulencias muy relevantes en los mercados financieros, cuya evolución afecta a todo tipo de compañías. La mayoría de las sociedades han aportado información genérica sobre los riesgos financieros o de negocio que les afectan, y sobre los sistemas implantados para detectarlos, medirlos y gestionarlos, de manera que se pueda controlar y mitigar su eventual impacto.

Sin embargo, los IAGC no incluyen información sobre la probabilidad de ocurrencia y el impacto de los riesgos identificados. Únicamente 23 sociedades identifican en sus IAGC los riesgos que les han afectado durante el ejercicio 2007; otras 129 señalan que no se ha materializado ninguno de los riesgos que les pueden afectar y las 21 restantes tan sólo indican que se han materializado los riesgos propios de la actividad de las diferentes entidades del Grupo.

En todos los casos, las sociedades declaran que los sistemas de control establecidos han funcionado correctamente.

Junta general

El porcentaje medio de asistencia a las juntas generales se situó en el 74,9% (73,8% en 2006). En los últimos años, las sociedades cotizadas han ido adoptando medidas para favorecer la participación de los accionistas minoritarios en la junta general. Sin embargo, los mayores porcentajes de participación se corresponden con menores promedios de capital flotante, lo que plantea la necesidad de seguir aplicando las medidas que favorezcan la participación de los accionistas minoritarios. La utilización efectiva del voto a distancia por medios electrónicos sigue siendo escasa.

Se mantiene la tendencia decreciente al establecimiento estatutario de límites al ejercicio de los derechos de voto —16 compañías, cuatro menos que en 2006— y a la exigencia de un número mínimo de acciones para asistir a la Junta (57,8% de las sociedades cotizadas, frente al 63% de 2006).

Principio de cumplir o explicar

La Circular 4/2007 de la CNMV adaptó el modelo del IAGC que tienen que presentar las sociedades cotizadas, para dar cabida a los nuevos requisitos de información introducidos por el Código Unificado. En esta adaptación se han añadido nuevas preguntas y se ha reformado el apartado que refleja el grado de seguimiento de cada recomendación, aumentando el nivel de transparencia del principio de cumplir o explicar.

Como resultado del análisis de los criterios utilizados para informar en el IAGC sobre el grado de seguimiento de las recomendaciones del Código, se enviaron requerimientos a 50 entidades (21 del Ibex) de una muestra de 100 IAGC revisados en la que se incluye la totalidad del Ibex 35.

En estos escritos se solicitó información o aclaraciones adicionales sobre 39 de las 58 recomendaciones del Código. En algunos casos se requirió la rectificación de la información mediante la presentación de un nuevo IAGC:

- Las recomendaciones con mayor porcentaje de requerimientos son las relativas al Consejo de Administración y a los consejeros.
- Todas las sociedades requeridas aportaron información y explicaciones adicionales, y el 90% de ellas han rectificado la información declarada inicialmente, mediante la presentación de un nuevo IAGC. Las modificaciones están incorporadas en la web de la CNMV.

- Un número significativo de las incidencias detectadas se debe a errores o inconsistencias de cumplimentación por ser el primer año en que las sociedades toman como referencia el Código y también por el cambio de formato del modelo de presentación del IAGC.

Recomendaciones requeridas y número de sociedades afectadas CUADRO 9.7

N.º y descripción de la recomendación del Código Unificado de Buen Gobierno	N.º de sociedades
1 Ausencia de limitaciones estatutarias al número máximo de votos de un mismo accionista u otras restricciones al control.	2
2 Transparencia de las relaciones entre matriz y filial, y mecanismos para la resolución de conflictos de interés.	1
5 Votación separada en las Juntas generales de accionistas de asuntos sustancialmente independientes.	1
8 Competencias del Consejo.	5
11 Transparencia sobre los vínculos y relaciones de los consejeros calificados como externos, no dominicales ni independientes.	4
12 Relación proporcional entre el número de consejeros dominicales e independientes y el capital representado por dominicales y el resto.	5
13 Que los consejeros independientes representen al menos un tercio.	9
14 Explicación del carácter de cada consejero a la JGA, revisión de calificaciones y transparencia sobre dominicales con menos del 5%.	4
15 Diversidad de género y transparencia sobre iniciativas.	10
17 Que cuando el presidente sea primer ejecutivo se faculte a un consejero independiente para determinadas cuestiones.	8
18 Funciones del secretario del Consejo.	5
19 Que el Consejo se reúna con la frecuencia precisa.	1
20 Que las inasistencias de los consejeros se reduzcan y se cuantifiquen.	3
22 Evaluaciones periódicas del Consejo, del desempeño del presidente y del funcionamiento de las comisiones.	1
23 Que los consejeros puedan recabar información adicional.	1
24 Derecho de los consejeros a asesoramiento externo para el cumplimiento de sus funciones.	8
25 Programas de orientación para nuevos consejeros y programas de actualización de conocimientos para todos los consejeros.	4
26 Dedicación de los consejeros y reglas sobre el número de consejos de los que pueden formar parte.	3
27 Selección, nombramiento y reelección de consejeros.	1
28 Información pública sobre consejeros.	18
29 Rotación de los consejeros independientes en un periodo no superior a 12 años.	4
30 Cese o dimisión de consejeros dominicales cuando el accionista al que representan venda o reduzca su participación.	1
31 Que el Consejo no proponga el cese de ningún consejero independiente antes del término de su mandato.	1
32 Establecimiento de reglas para que los consejeros informen en caso de que puedan perjudicar al crédito de la sociedad.	1
34 Explicación mediante carta al Consejo de las razones de cese anticipado o dimisión de un consejero.	3
35 Régimen de aprobación y transparencia de retribuciones.	4
37 Que la remuneración de los consejeros externos sea la necesaria para no comprometer su condición.	1

**Recomendaciones requeridas y número de sociedades afectadas
(continuación)**

CUADRO 9.7

N.º y descripción de la recomendación del Código Unificado de Buen Gobierno	N.º de sociedades
38 Que las remuneraciones relacionadas con los resultados tengan en cuenta las salvedades del informe del auditor.	2
40 Que el Consejo someta a votación de la Junta un informe sobre las remuneraciones.	7
41 Detalle individualizado de las retribuciones en la Memoria.	6
42 Similar participación de las diferentes categorías en la Comisión delegada y en el Consejo.	11
43 Conocimiento de los asuntos tratados en el Comisión delegada por el Consejo.	1
44 Reglas de composición y funcionamiento del Comité de auditoría y de la Comisión de nombramientos y retribuciones.	14
48 Presentación del plan de trabajo anual del responsable de auditoría interna al Comité de auditoría.	1
49 Contenido mínimo de la política de control y gestión de riesgos.	3
50 Competencias del Comité de auditoría.	6
54 Mayoría de independientes en la Comisión de nombramientos.	4
55 Funciones de la Comisión de nombramientos.	1
57 Funciones de la Comisión de retribuciones.	1

Fuente: CNMV.

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

En la revisión de los IAGC del ejercicio 2007 se observó que un total de 38 entidades no tenían constituida una Comisión de nombramientos al cierre del ejercicio. Sin embargo, a pesar de ello, cuatro de estas sociedades reeligieron en el cargo a seis consejeros calificados como independientes y otras tres nombraron a siete consejeros con la tipología de independientes, lo que motivó que la CNMV les enviara un requerimiento. En 2008, únicamente cinco de estas 38 sociedades han constituido dicha Comisión de nombramientos.

Se ha analizado el cumplimiento de las definiciones vinculantes de las distintas tipologías de consejeros. En concreto, se ha revisado la calificación de 280 consejeros que formaban parte de la muestra, lo que ha dado lugar al envío de requerimientos a 29 sociedades en relación al adecuado seguimiento de las definiciones vinculantes de 33 consejeros independientes, un dominical y cuatro calificados como otros externos.

En el cuadro 9.8 se incluye un resumen estadístico de las condiciones de la definición de consejero independiente que han sido objeto de requerimiento, junto con el número de sociedades requeridas por cada una de las condiciones y el total de consejeros afectados.

Respecto al resto de las definiciones vinculantes del Código Unificado, tres sociedades fueron requeridas por calificar como "otros externos" a consejeros que desempeñaban funciones ejecutivas o de alta dirección en empresas del propio grupo o que tenían una participación accionarial significativa en la sociedad. También se requirió por calificar como dominical a un consejero que realizaba funciones directivas.

Definición vinculante de consejero independiente

CUADRO 9.8

Descripción de la condición incumplida	N.º sociedades	N.º consejeros
Que hayan sido propuestos, ya sea para su nombramiento o renovación, por la comisión de nombramientos.	6	14
Que no mantengan, ni hayan mantenido durante el último año, una relación de negocios importante con un accionista significativo o su Grupo, ya sea en nombre propio o como accionista significativo, consejero o alto directivo de la sociedad relacionada.	2	2
Que no mantengan, ni hayan mantenido durante el último año, una relación de negocios importante con la sociedad o su Grupo, ya sea en nombre propio o como accionista significativo, consejero o alto directivo de la sociedad relacionada.	4	4
Que no hayan sido consejeros ejecutivos de sociedades del Grupo, salvo que hubieran transcurrido cinco años desde el cese de esa relación.	3	3
Que no hayan sido consejeros ejecutivos de un accionista significativo, salvo que hubieran transcurrido cinco años desde el cese de esa relación.	1	2
No podrán ser considerados consejeros independientes quienes sean parientes hasta de segundo grado de un consejero ejecutivo o alto directivo.	1	1
Que no posea una participación en su capital social superior al 3%.	1	1
Se considerarán consejeros dominicales quienes representen a accionistas significativos. Se presumirá que un consejero representa a un accionista significativo cuando sea consejero de dicho accionista.	3	3
Se considerarán consejeros ejecutivos aquellos que desempeñen funciones de alta dirección en alguna de las entidades del Grupo.	1	3

Fuente: CNMV.

9.3.2. Constitución y composición de los comités de auditoría

Al igual que en años anteriores, se ha revisado la constitución y composición de los comités de auditoría de todas las sociedades cotizadas, siendo los requisitos verificados y los resultados obtenidos los siguientes:

- a) Miembros del Comité de auditoría: la composición de los comités de la inmensa mayoría de sociedades cotizadas cumple lo previsto en la normativa vigente. En el año 2008 únicamente tres entidades no estaban totalmente adaptadas, una de ellas en proceso de exclusión de cotización.
- b) Presidente del Comité de auditoría: un total de 25 cotizadas han sido objeto de seguimiento en 2008 por no haber comunicado la sustitución del presidente de su comité de auditoría. Todas ellas lo han sustituido o finalizarán el proceso de sustitución en el primer trimestre de 2009.

9.3.3. Normativa interna de las sociedades (reglamentos)

En 2008 un elevado número de compañías modificaron sus reglamentos de la Junta y del Consejo de Administración. La mayoría de los cambios obedecen a la voluntad de alinear los reglamentos con las recomendaciones del Código. Este proceso ya se había iniciado en 2006, tras la aprobación del documento único con las recomendaciones de gobierno corporativo.

Por lo que se refiere a los reglamentos de la Junta general, las modificaciones más relevantes son:

- i. 51 sociedades han incluido la votación separada de asuntos que sean sustancialmente independientes.
- ii. En 46 entidades se han otorgado nuevas competencias a la Junta general.
- iii. 45 entidades han recogido en su reglamento de la Junta el fraccionamiento del voto.
- iv. Otras 16 compañías han establecido que las propuestas detalladas de los acuerdos a adoptar en la Junta se hagan públicas con la publicación del anuncio de la convocatoria.
- v. Tan sólo cinco sociedades han contemplado la posibilidad de someter a votación en la Junta general, como punto separado del orden del día y con carácter consultivo, un informe sobre la política de retribuciones de los consejeros.

Del análisis de las modificaciones introducidas por las sociedades en sus reglamentos, se desprende que un gran número de cotizadas españolas han recogido, desde 2006, la posibilidad de emitir el voto por medios electrónicos en la Junta general, adoptando lo recogido en la Directiva europea 2007/36/EC, sobre determinados derechos de los accionistas de las sociedades cotizadas. El plazo máximo para la transposición de esta Directiva finaliza en agosto de 2009.

A continuación se sintetizan las modificaciones más significativas en los reglamentos del Consejo de Administración:

- i. La composición y funcionamiento del Comité de auditoría ha sido modificada por 56 sociedades, siguiendo las recomendaciones del Código.
- ii. En 51 sociedades se han incluido nuevas competencias para el Consejo.
- iii. Otras 51 entidades han establecido nuevas funciones para la Comisión de nombramientos y retribuciones para adoptar las recomendaciones del Código.
- iv. El reglamento del Consejo de 41 sociedades establece que el secretario del Consejo vele de forma especial por que las actuaciones del Consejo se ajusten a la normativa vigente, los Estatutos de la sociedad y se tengan presentes las recomendaciones sobre buen gobierno.
- v. Un total de 36 compañías han incluido en el reglamento del Consejo las definiciones vinculantes del Código para las diferentes categorías de consejeros.
- vi. En 22 sociedades se ha establecido que el Consejo evalúe, una vez al año, la calidad y eficiencia de su funcionamiento y el desempeño de las funciones del presidente y del primer ejecutivo de la compañía, así como el funcionamiento de sus comisiones.
- vii. En 19 entidades, cuyo presidente es también el primer ejecutivo, se ha otorgado a un consejero independiente la facultad de convocar el Consejo, como medida para evitar la concentración de poderes.

- viii. Un total de 18 sociedades han establecido mecanismos encaminados a mejorar el nivel de transparencia retributiva.
- ix. En 10 compañías se ha fijado el número mínimo de independientes en un tercio.
- x. Por último, seis sociedades han implantado mecanismos para corregir la escasa o nula presencia de consejeras.

Hay que resaltar que las sociedades no se muestran diligentes en los objetivos de incrementar la transparencia en sus políticas retributivas —en particular lo referente al desglose individualizado de los distintos conceptos retributivos— y de establecer mecanismos para aumentar la presencia de mujeres en el Consejo de Administración.

9.4 Hechos relevantes y otras comunicaciones recibidas en la CNMV

Durante el año 2008 se recibieron en la CNMV 11.320 comunicaciones de información relevante de los emisores, un 16,6% más que las recibidas el año precedente (véase cuadro 9.11). El 60,4% de la información relevante recibida ha utilizado el procedimiento Cifradoc, lo que permite su difusión automática por parte del emisor en la página web de la CNMV.

Hechos relevantes y otras comunicaciones recibidas en la CNMV		CUADRO 9.9	
Tipo	2007	2008	% var. 08/07
Hechos relevantes	7.779	9.478	21,8
Adquisiciones o transmisiones de participaciones	814	454	-44,2
Anuncio de convocatorias y acuerdos de juntas	584	602	3,1
Avance de resultados de sociedades emisoras	865	912	5,4
Cambios del Consejo y de otros órganos de gobierno	357	344	-3,6
Comité de auditoría (Ley 44/2002)	9	5	-44,4
Información periódica de fondos de titulización de activos	2.475	3.554	43,6
Información periódica de fondos de titulización hipotecaria	779	834	7,1
Informe anual de gobierno corporativo	234	298	27,4
Suspensiones de negociación y levantamientos	119	85	-28,6
Exclusiones de negociación (incluidos acuerdos previos)	28	20	-28,6
Comunicaciones de posiciones cortas	—	71	—
Contratos de liquidez	—	28	—
Revisión de calificaciones crediticias	—	44	—
Otros	1.515	2.227	47,0
Otras comunicaciones	1.929	1842	-4,5
Anuncio de pagos de cupones y dividendos	264	257	-2,7
Encuentros con analistas e inversores. Convocatorias	184	177	-38
Información sobre resultados de sociedades emisoras	377	342	-9,3
Presentaciones sobre la compañía	200	139	-30,5
Otros	904	927	2,5
Total	9.708	11.320	16,6

Fuente: CNMV.

El incremento de información relevante se debió principalmente a comunicaciones referidas a: (i) otros hechos significativos, que aumentaron un 47%, (ii) la información periódica remitida por fondos de titulización de activos (43,6%); y (iii) el informe anual de gobierno corporativo (27,4%).

En 2008 se incorporaron en el registro de Hechos Relevantes tres nuevos tipos de información: (i) comunicaciones de posiciones cortas, debido a la obligación¹¹ de hacer pública cualquier posición corta superior al 0,25% del capital social de 20 valores financieros españoles (se recibieron 71 declaraciones); (ii) contratos de liquidez, por los que se informa de las operaciones de compra y venta sobre acciones de un emisor que realiza en el mercado secundario un intermediario, en el marco de un contrato de liquidez que ha suscrito con aquél de acuerdo con la Circular 7/2007 de la CNMV (se han notificado 28); y (iii) revisión de calificaciones crediticias, que recoge la calidad crediticia de las compañías emisoras (publicadas 44).

10 Supervisión de los mercados

La CNMV tiene encomendada la función de supervisión de los mercados con el objetivo de asegurar su correcto funcionamiento. En este capítulo se exponen las actuaciones de la CNMV realizadas en este ámbito. En el epígrafe 10.1 se analiza la actividad de seguimiento realizada en los distintos mercados de España. El epígrafe 10.2 se dedica a las actuaciones realizadas por la Unidad de Vigilancia de Mercados, que interviene en caso de haber indicios de irregularidades en alguna operación. Por último, el epígrafe 10.3 se centra en el mercado de control societario y expone las actuaciones en los casos de opas.

Para desempeñar esta tarea, la CNMV realiza un seguimiento sobre las operaciones en las que puedan existir indicios de un funcionamiento no ordenado de los mercados, distorsiones en los procesos de formación del precio de los activos e incidencias en los procesos de liquidación de las operaciones. Por este motivo, en 2008 la CNMV analizó 78.318 operaciones (el uno por mil de las realizadas en los mercados). 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. 2008

CUADRO 10.1

	Renta variable	Renta fija	Derivados	Liquidación	Total
N.º operaciones	36.937.580	825.086	6.055.902	34.923.653	78.742.221
Señales de supervisión ¹	38.413	6.728	14.690	18.487	78.318
Requerimientos	411	19	11	13	454
Informes de supervisión	160	13	19	5	197
Informes remitidos a otras direcciones u organismos	6	17	7	0	30
Informes periódicos		24	24	24	72

Fuente: CNMV.

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

10.1 Actuaciones destacadas de la CNMV en los distintos mercados

10.1.1. Renta variable

La CNMV centra sus trabajos de supervisión de la renta variable española en el logro de dos objetivos primordiales para garantizar un funcionamiento adecuado de los mercados: impedir la utilización de información privilegiada y evitar que se produzcan manipulaciones en los precios.

Para cumplir con el primero de los objetivos señalados, la CNMV desarrolla una supervisión ex-ante o preventiva que procura evitar situaciones de asimetría en la difusión de informaciones relevantes, así como atajar la existencia de informaciones engañosas. Para la consecución de estos fines la CNMV dispone de la facultad de suspender la negociación de los valores afectados. Adicionalmente, se realiza una supervisión ex-post a través del estudio de la negociación de aquellos valores que, por ser objeto de informaciones relevantes, han estado expuestos a posibles filtraciones.

El segundo gran bloque de actividad se enfoca hacia la detección de conductas de manipulación de mercado. Con este fin la CNMV examina de oficio la negociación de aquellos valores que registran movimientos anormales de precios y volúmenes y de aquellos otros que, por su escasa liquidez, son más sensibles a prácticas que puedan proporcionar al mercado indicios falsos o engañosos sobre la demanda, la oferta y el precio. Las especiales circunstancias que han afectado a los mercados durante 2008 han obligado a los supervisores a extremar la vigilancia sobre la negociación de determinados valores, en particular a vigilar el cumplimiento de las normas existentes sobre cobertura y transparencia de las posiciones cortas.

En su labor preventiva, la CNMV ha llevado a cabo durante el año 2008 diversas iniciativas que se han plasmado en los acuerdos del Comité Ejecutivo sobre ventas en corto y sobre detección y comunicación de operaciones sospechosas, difundidos a través de la página web del organismo. Inspirada por este mismo propósito cabe citar la carta dirigida a los miembros del mercado para evitar las prácticas contrarias a la libre formación de precios mediante la introducción de órdenes de volumen reducido en valores poco líquidos.

Suspensiones de negociación por difusión de información

La CNMV tiene la posibilidad de suspender la negociación de un valor cuando sospecha que existe información relevante sobre el mismo que no es conocida por el mercado.

En 2008 el número de suspensiones de valores de renta variable se ha reducido considerablemente respecto a 2007, tanto desde el punto de vista de los emisores como de las emisiones afectados (ver cuadro 10.2). La disminución en ambos casos se aproxima al 40%. La distribución de las suspensiones según su causa originadora (cuadro 10.2) muestra que el motivo principal de suspensión ha sido la difusión de información relevante, que sobrepasa el 92% de todas las suspensiones temporales. Según los sectores a los que pertenecen los valores suspendidos, en el sector inmobiliario se han producido casi el 25% de las suspensiones, seguido por el de comercio y otros servicios (12%), el de transportes (10%) y el de alimentación, bebidas y tabaco (10%).

Suspensiones temporales de cotización en bolsa

CUADRO 10.2

	2007	2008
Número de emisores suspendidos	54	33
Número de suspensiones	83	51
Por presentación de opa	23	1
Por difusión de información relevante	56	47
Por finalización del plazo de aceptación de opa de exclusión	4	0
Otras	0	3

Fuente: CNMV.

Las condiciones de mercado han motivado la práctica desaparición de la presentación de opas, lo que explica que únicamente se produjera una suspensión de la modalidad denominada “por presentación de opa” y ninguna por la finalización del plazo de aceptación de opa de exclusión.

Por otro lado, es reseñable la coordinación existente a este respecto en el ámbito europeo. Desde la entrada en vigor de la MiFID, los organismos reguladores europeos han establecido un mecanismo de comunicación de las suspensiones de cotización, de los levantamientos y de las exclusiones de negociación.

Seguimiento de informes de análisis y presentaciones

La CNMV realiza un seguimiento específico de las presentaciones organizadas por los emisores, atendiendo a las recomendaciones sobre reuniones informativas con analistas, inversores institucionales y otros profesionales del mercado de valores, emitidas en diciembre de 2005 por la CNMV. El anuncio en tiempo y forma de la fecha y objetivo de estos actos, la difusión simultánea de la misma información a todos los inversores y de cualquier otra que surja en el curso de las presentaciones o encuentros posteriores con prensa o analistas constituyen las principales preocupaciones del supervisor en esta materia.

Estudio de las entradas y salidas de valores en el índice Ibex 35

Entre las medidas de seguimiento de la actividad del mercado, la CNMV llevó a cabo un análisis sistemático de las entradas y salidas de valores en el Ibex 35 en las diferentes revisiones del índice que tuvieron lugar a lo largo de 2008.

La pertenencia al Ibex 35 es muy importante para las compañías del mercado español, ya que representa, entre otros alicientes, una mayor visibilidad y reputación y 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, a menudo, en un incremento de la cotización de la acción.

El análisis llevado a cabo 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 manera ordenada, 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 a ello. Asimismo, se verificó que los miembros del Ibex 35, tras cada revisión, se ajustasen a las normas técnicas que regulan la composición y cálculo de dicho índice.

Posiciones cortas

El Comité Ejecutivo de la CNMV acordó, en sesión extraordinaria de 22 de septiembre de 2008, exigir la publicación de posiciones cortas superiores al 0,25% del capital social sobre 20 valores financieros, así como cualquier incremento de dicha posición o una disminución por debajo del umbral del 0,25%. La nueva obligación de transparencia se estableció con carácter temporal, si bien continúa vigente en la fecha de redacción de este informe.

Por otro lado, el acuerdo del Comité Ejecutivo recordó la prohibición de la venta en corto descubierta para todos los valores cotizados en Bolsa e instó a los miembros del mercado a utilizar las facultades que les concede el artículo 39 de la Ley del Mercado de Valores para asegurar que sus clientes disponen de valores antes de canalizar las órdenes de venta.

Para facilitar su cumplimiento en la práctica, el acuerdo incluyó aclaraciones sobre los conceptos de posición corta y de venta en corto descubierta. En este último aspecto, el acuerdo subrayó que la operativa de ventas descubiertas no podía ser considerada conforme con las normas de contratación vigentes.

El cuadro 10.3 refleja la posición agregada corta establecida sobre los valores objeto de la obligación de transparencia. En general, el recordatorio de la prohibición de la venta en corto descubierta y la obligación de publicación de posiciones cortas han contribuido a una mayor disciplina de liquidación de todos los valores así como a una menor actividad de la negociación intradía.

Como se indica en el recuadro adjunto, numerosos países adoptaron medidas de índole restrictiva. No obstante, en los meses iniciales de 2009, supervisores como la SEC o la FSA han retirado estas medidas y otros las han relajado.

Posiciones en corto sobre valores del sector financiero a 30 de diciembre de 2008

CUADRO 10.3

Valor	Número de acciones	Porcentaje sobre el capital
Popular	63.436.214	5,229
BBVA	41.975.668	1,120
MAPFRE	30.759.913	1,152
Santander	16.213.481	0,200
Sabadell	15.632.500	1,274
Bankinter	7.945.000	1,960
Banco de Valencia	993.656	0,210
Pastor	464.134	0,180

Fuente: CNMV.

Ventas en corto: medidas adoptadas a escala nacional e internacional

Con objeto de asegurar el funcionamiento ordenado de los mercados, la mayoría de los reguladores europeos emitieron, a finales del mes de septiembre de 2008, medidas restrictivas sobre las ventas en corto, así como obligaciones de transparencia sobre posiciones cortas netas. En la tabla siguiente se presenta un resumen de las medidas aprobadas en distintas jurisdicciones.

Resumen de las medidas adoptadas en distintas jurisdicciones

Jurisdicción	Medidas
España (CNMV)	<ul style="list-style-type: none"> - Recordatorio de medidas existentes relativas a la prohibición de realizar ventas en corto descubiertas en todos los valores, incluyendo las intradías. Se reconocen las necesidades de creadores de mercado o similares. - Información pública: publicación de posiciones cortas sobre 20 valores financieros superiores al 0,25% del capital social del emisor.

Jurisdicción	Medidas
Alemania (BaFin)	<ul style="list-style-type: none"> – Prohibiciones: ventas en corto descubiertas sobre 11 valores financieros (prohibición temporal hasta el 31/12/08). La BaFin ha prorrogado la prohibición hasta el 31/03/09. – Exenciones: creadores de mercado o similares. – Información pública: no se requiere publicación de posiciones cortas.
Portugal (CMVM)	<ul style="list-style-type: none"> – La venta en corto descubierta está, en general, prohibida en Portugal. – Prohibiciones: permitida venta cubierta siempre que vendedor o intermediario dispongan o demuestren que disponen de los valores que venden. – Exenciones: creadores de mercado o similares. – Información pública: publicación de posiciones cortas sobre 8 valores financieros (Banco de Santander y Banco Popular Español incluidos) superiores al 0,25% del capital social del emisor, para restantes valores del PSI comunicación a la CMVM de posición corta superior a dicho 0,25%. Además existía obligación para los miembros de bolsa de comunicar a la CMVM todas las operaciones de ventas en corto descubiertas (obligación eliminada con fecha 8/01/09).
Reino Unido (FSA)	<ul style="list-style-type: none"> – Prohibiciones: con fecha 16/01/09 se elimina la prohibición existente desde el 18/09/08 de realizar ventas en corto, cubiertas y descubiertas, en valores financieros. – Información pública: publicación de posiciones cortas sobre valores financieros superiores al 0,25% del capital social del emisor (creadores de mercado exceptuados). Con fecha 16/01/09 la FSA ha extendido dicha obligación hasta el 30/06/09. La FSA está considerando aumentar al 0,50% el nivel inicial de comunicación de posición corta e incluir niveles adicionales del 0,1% para posteriores comunicaciones. La FSA estudia también ampliar la publicación de posiciones cortas a todas las empresas cotizadas.
Italia (CONSOB)	<ul style="list-style-type: none"> – Prohibiciones: inicialmente la prohibición se refería a las ventas en corto descubiertas en valores financieros. Posteriormente se extendió a las ventas en corto cubiertas así como a todos los valores (Italia ha prolongado la prohibición de venta en corto para valores de emisores financieros y en ampliaciones de capital hasta el 31/05/09). Para los demás valores se exige disponibilidad de los valores para aceptar ventas en corto, si bien no se considera como valores disponibles aquellos que han sido tomados en préstamo. – Exenciones: creadores de mercado o similares. – Información pública: no se requiere publicación de posiciones cortas.
Francia (AMF)	<ul style="list-style-type: none"> – Prohibiciones: prohibición temporal (3 meses, hasta el 19/12/08) de realización de ventas en corto descubiertas sobre 15 valores financieros. El 19/12/08 la AMF prorrogó las medidas por tiempo indefinido. Francia anunció el 23/02/09 la realización de una consulta pública para analizar las medidas. – Exenciones: creadores de mercado o similares. – Información pública: publicación de posiciones cortas sobre los 15 valores financieros superiores al 0,25% del capital social del emisor. El 19/12/08 la AMF prorrogó las medidas por tiempo indefinido.

10.1.2. Renta fija

Las labores de supervisión de los mercados de renta fija desarrolladas en 2008 han continuado con las actuaciones iniciadas en años anteriores (protección de minoristas, seguimiento de la negociación de activos titulizados y cédulas hipotecarias), si bien el agravamiento de la crisis financiera ha hecho necesario poner especial énfasis en el seguimiento del riesgo de crédito, así como en la evolución de los precios y volúmenes negociados en estos mercados.

Entre las actuaciones llevadas a cabo por la CNMV en materia de supervisión, destaca en 2008 el seguimiento de la actividad desarrollada por los emisores de obligaciones subordinadas y de participaciones preferentes, que se ha visto incrementada de forma significativa en los últimos meses del año con el fin de captar recursos que, bajo determinadas condiciones, computan a efectos del cálculo de recursos propios de las entidades crediticias.

Una parte importante de las emisiones estuvieron dirigidas exclusivamente a inversores minoristas. Ello podría generar conflictos de intereses, ya que en este caso una misma entidad desempeña el papel de emisor y colocador a través de su red. Por ello, la CNMV ha prestado especial interés en la valoración de esta clase de productos financieros en el mercado primario, en particular, a los aspectos relacionados con el enfoque, la metodología y el objetivo de los informes de expertos independientes. Así, con la finalidad de comprobar estos aspectos en 2008 se han revisado las valoraciones de 12 emisiones de renta fija dirigidas a minoristas. Adicionalmente, con fecha 17 de febrero de 2009, la CNMV remitió carta a los presidentes de las asociaciones del sector financiero dando traslado de las pautas con las que son analizadas las emisiones de renta fija destinadas a minoristas a la hora de verificar su registro, incluyendo el contenido o enfoque de los informes de expertos independientes, con el objeto de determinar si las condiciones de emisión destinada a minoristas son equiparables a las que debería tener, para colocarse adecuadamente, una emisión similar lanzada en mercado mayorista. La CNMV puede decidir, en todo caso, incluir advertencias en el folleto sobre las condiciones de emisión.

También se ha analizado la actividad en el mercado de las entidades emisoras de este tipo de productos para detectar posibles actuaciones discriminatorias entre clientes. Este análisis ha originado 10 requerimientos y 5 informes de supervisión. En 2008, a raíz de varias reclamaciones recibidas, se puso especial interés en la vigilancia de la actividad de los proveedores de liquidez de estas emisiones, comprobando que en la mayoría de los casos estos cumplían las condiciones recogidas en contrato por las que debían actuar en el mercado.

Se ha realizado un seguimiento individualizado de todas las operaciones registradas en el mercado AIAF sobre titulizaciones y cédulas hipotecarias, a raíz de la crisis de estos mercados, con el objetivo de identificar los niveles de diferencial prevalentes en cada momento en 2008, como instrumento de apoyo a la verificación de las nuevas emisiones y a la monitorización de las condiciones de mercado.

Asimismo, la CNMV analizó el cambio que AIAF acometió en 2008 en la metodología de estimación de precios teóricos de referencia para los instrumentos admitidos a negociación en su mercado, y sus implicaciones para el cálculo de los precios medios diarios publicados por el mercado.

También se ha establecido como criterio la obligación de comunicar al mercado las revisiones de calificaciones crediticias para los emisores de renta fija, con el fin de favorecer la transparencia y la correcta formación de precios. Este criterio se ha comunicado a los emisores afectados por revisiones de *rating*, requiriendo en algunos casos la publicación del oportuno hecho relevante. Como consecuencia de ello, durante el último trimestre de 2008 se han registrado 22 hechos relevantes por esta causa (excluidos los realizados por los fondos de titulización).

10.1.3. Productos derivados

MEFF Renta variable

Durante 2008 se continuó el esfuerzo supervisor sobre aspectos relacionados con la operativa de mercado. Con el apoyo de MEFF, se incidió en el análisis de operaciones cuyo único objetivo es el traspaso de efectivo entre titulares o la asignación discrecional de beneficios y pérdidas entre diferentes cuentas gestionadas por motivos fiscales. Las tareas de supervisión diaria también se centraron en asuntos relacionados con las normas que rigen los precios para las aplicaciones, anulaciones y regularizaciones, entre otros aspectos.

Además, se realizaron análisis específicos de la actividad en MEFF en fechas previas a la difusión de operaciones corporativas en el caso de que se hubiese producido algún impacto en los precios de los contratos negociados. También fueron objeto de especial seguimiento las variaciones producidas en las posiciones abiertas de titulares durante las fechas próximas al vencimiento de los contratos de futuros y opciones, prestando gran atención al posible impacto de dichas operaciones en los mercados de contado de las acciones subyacentes.

Por lo que respecta a la Cámara de Contrapartida Central, se incidió en la supervisión del cumplimiento normativo sobre garantías por parte de los miembros, debido a la fuerte volatilidad de los mercados, que motivó la solicitud de garantías extraordinarias en sesión abierta al alcanzarse en algunas ocasiones los límites de variaciones de precios preestablecidos. Fruto de esa fuerte volatilidad son los numerosos cambios que se produjeron en relación con los parámetros a utilizar para el cálculo de las garantías diarias. Dada la elevada volatilidad de los mercados, MEFF se vio obligada a redactar doce circulares en 2008 para ir adecuando dichos parámetros, frente a las seis de 2007, aspecto que constituyó la principal actividad normativa del mercado. En este mismo sentido, la CNMV, en coordinación con MEFF, efectuó el seguimiento del incumplimiento de Lehman Brothers, hasta ese momento miembro negociador de MEFF. Tras declararse la quiebra, MEFF retiró la condición de miembro negociador de Lehman y procedió al traspaso y liquidación de las posiciones abiertas en el mercado español.

Mercado de Futuros del Aceite de Oliva (MFAO)

La supervisión de la CNMV 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. Otro año más no se produjo incumplimiento alguno en el mercado relacionado con la liquidación de los contratos por entrega física. Además, y como sucediera en 2007, se ha registrado un importante número de entregas al margen de la Cámara, según el procedimiento previsto en la normativa. Tanto las entregas al margen como las efectuadas con interposición de MFAO siguen unos procedimientos asimilables a la práctica habitual del sector del aceite de oliva.

Segmento de *warrants*, certificados y otros productos

Durante el año 2008, a pesar de la disminución en los niveles de negociación en este segmento del mercado, se registró un récord en el número de emisiones cotizadas y

en la variedad de subyacentes contratados, por lo que también aumentó el volumen de información transmitida al mercado, así como la atención supervisora sobre la actividad de los miembros especialistas.

En octubre de 2008 comenzaron a cotizar *turbowarrants* con una variedad más amplia de subyacentes: futuro sobre petróleo Brent, oro y, posteriormente, tipo de cambio euro/dólar. Por otra parte, la elevada volatilidad registrada en el mercado, especialmente en el último trimestre del año, provocó numerosos vencimientos anticipados en este tipo de productos. Ambos factores contribuyeron a aumentar considerablemente las comunicaciones de vencimientos anticipados por toque de barrera y la rotación de estos activos en el mercado.

Además, se siguieron incorporando emisiones de certificados con componentes exóticos, cuya supervisión requiere una especial atención, sobre todo en escenarios de alta volatilidad.

A lo largo del año 2008, la actividad supervisora en el segmento de *warrants* dedicó una atención especial a la operativa intradía sobre *warrants* con subyacentes poco líquidos. Se analizaron de manera conjunta las operaciones realizadas sobre estos *warrants* y su respectivos subyacentes, detectando transacciones de muy bajo volumen sobre estos últimos, lo que termina afectando a la horquilla cotizada en el *warrant* correspondiente.

10.1.4. Registro, contrapartida, compensación y liquidación

Iberclear-SCLV

A lo largo de 2008, en la supervisión de la actividad de liquidación se prestó especial atención a la detección de prácticas de venta en corto descubierta, tanto mediante la entrega de valores procedentes de préstamos registrados la misma fecha de la venta o en fecha posterior, como en el contexto de la operativa intradiaria. En el primer caso, con el objetivo de comprobar si el vendedor tiene posición suficiente en el valor, la supervisión se orienta a comprobar si los préstamos utilizados se constituyeron antes o después de ordenar la venta. En el segundo, el análisis se centra en la evolución de la posición de cada titular a lo largo de la sesión, para comprobar si en todo momento existía una posición de valores antes de ejecutar sus ventas o, por el contrario, si se ejecutó una venta sin disponer de posición previa de valores, para posteriormente cerrar la posición descubierta en la misma sesión. Hasta el momento, las incidencias registradas no pueden considerarse relevantes.

10.2 Unidad de Vigilancia de los Mercados

La Unidad de Vigilancia de los Mercados (UVM) tiene como finalidad la realización de investigaciones para determinar la posible presencia de prácticas contrarias a la integridad del mercado. La UVM investiga las situaciones en las que pueden aparecer conductas de abuso de mercado, principalmente relacionadas con la información privilegiada —bien por su posible utilización ilícita o bien por incumplimiento de las normas de conducta por parte de los emisores y las entidades que prestan servicios de inversión o de asesoramiento en los mercados de valores— y de manipulación del mercado, tanto transaccional como informativa.

En el cuadro 10.4 se resumen las actuaciones realizadas en las investigaciones desarrolladas por la UVM durante los años 2007 y 2008:

Actuaciones de la Unidad de Vigilancia de los Mercados		CUADRO 10.4
	2007	2008
Personas investigadas	639	625
Personas físicas	359	275
Personas jurídicas	280	350
Actuaciones desarrolladas en las investigaciones	1.848	2.311
Requerimientos	1.763	2.195
Peticiones de colaboración a organismos extranjeros	46	50
Tomas de declaración	23	49
Inspecciones realizadas	16	17
Actuaciones posteriores	9	5
Advertencias y comunicaciones previas de posibles incumplimientos	5	2
Apertura de expedientes sancionadores	4	3

Fuente: CNMV.

Las investigaciones de la UVM pueden dar lugar a la realización de actuaciones posteriores por parte de la CNMV si se estima que las personas investigadas han realizado prácticas que no se adecuan plenamente a las normas en vigor o que las incumplen. Durante el año 2008, estas actuaciones fueron las siguientes:

- Aperturas de expedientes sancionadores: el Comité Ejecutivo de la CNMV tomó la decisión de abrir dos expedientes sancionadores, incoados a cuatro personas, por posible utilización de información privilegiada o por la comunicación a terceros de la misma, y otro expediente sancionador a una persona por manipulación de mercado.
- El Comité Ejecutivo de la CNMV decidió trasladar al Ministerio Fiscal dos investigaciones realizadas por la UVM por apreciar que concurren circunstancias que podrían suponer la comisión de delitos relativos al mercado. En un caso, por uso ilícito de información privilegiada con la obtención de un beneficio muy superior al límite de 600.000 euros, a partir del cual esta conducta deja de ser infracción administrativa para ser considerada delito y, en el otro caso, por manipulación de carácter informativo con repercusión significativa en la negociación de las acciones de un emisor español.

Criterios de la CNMV en la comunicación de operaciones sospechosas

Siguiendo las directrices establecidas en la Iniciativa contra el Abuso de Mercado (ICAM), el Comité Ejecutivo de la CNMV aprobó el 24 de julio de 2008 los criterios de la CNMV sobre detección y comunicación de operaciones sospechosas, cuyo objetivo era facilitar a las entidades que prestan servicios de inversión el cumplimiento de la obligación establecida en el artículo 83 quáter de la LMV.

El documento recoge no sólo el procedimiento desarrollado a través de unos canales y formatos establecidos que hay que seguir cuando se proceda a comunicar a la CNMV una operación sospechosa de constituir abuso de mercado,

sino también aquellas recomendaciones necesarias en cuestiones organizativas (unidad encargada de llevar esta tarea, medios humanos adecuados, medios materiales suficientes), procedimientos internos establecidos, formación a los empleados y medios informáticos para la detección de estas operaciones.

Por otro lado, y para facilitar la tarea de las entidades financieras, se han desarrollado unas directrices para interpretar la normativa en aquellos aspectos en los que se ha puesto de manifiesto cierto grado de dificultad. Así, se recomienda, además de comunicar aquellas operaciones consideradas como sospechosas en el momento de su ejecución, comunicar también aquellas que obtengan tal consideración con posterioridad e, incluso, comunicar aquellas operaciones que hayan sido rechazadas por motivo de ser susceptibles de contravenir la normativa sobre abuso de mercado.

Por último, el documento facilita una relación no exhaustiva de posibles indicios de abuso de mercado, que puede ser utilizada por las entidades como punto de partida para la detección de operaciones sospechosas, tanto por la utilización indebida de información privilegiada como por la existencia de indicios de manipulación de mercado.

Tras la publicación a mediados de año de estos criterios de la CNMV sobre detección y comunicación de operaciones sospechosas y haber habilitado un canal exclusivo, se ha apreciado un incremento de las comunicaciones remitidas a la CNMV por parte de los intermediarios financieros, obligación que les fue impuesta en la Ley 12/2006, de 16 de mayo. La utilidad de esas comunicaciones para la supervisión de la integridad del mercado es muy alta. No obstante, el número de comunicaciones se mantiene aún en valores reducidos, lo que reafirma la necesidad de incidir en el cumplimiento de esta obligación legal por parte del sector en su conjunto.

Recomendaciones de la CNMV respecto a rumores sobre valores

Tanto la CNMV en su labor de supervisión, como los emisores de valores cotizados en las fases de estudio y negociación de cualquier tipo de operación jurídica o financiera, tienen la obligación de hacer un seguimiento sobre las noticias que los difusores profesionales y los medios de divulgación emitan sobre valores cotizados.

En la gestión de estas noticias y rumores, la CNMV estimó conveniente dotar de transparencia a las actuaciones que lleva a cabo. Siguiendo las recomendaciones elaboradas por CESR, la CNMV publicó un documento que recoge, no sólo sus propias pautas de actuación, sino también las pautas de actuación esperables por parte de los propios emisores cuando aparecen noticias o rumores, ciertos o no, que pudieran afectar a la cotización de sus valores, así como la pauta de actuación esperable de los intermediarios financieros ante estas circunstancias.

Con esta finalidad, el Comité Ejecutivo de la CNMV del 12 de febrero de 2009 aprobó los Criterios para la gestión de noticias y rumores difundidos sobre

valores cotizados, donde se establecen una serie de medidas no vinculantes para facilitar:

- En primer lugar, el seguimiento y evaluación de los rumores (relevancia, novedad, precisión y verosimilitud de los mismos) para poder determinar si se trata de la filtración de una noticia cierta y, consecuentemente, objeto de la comunicación de un hecho relevante, o de un rumor cuyo objetivo es la manipulación u otras prácticas igualmente ilícitas que constituyen abuso de mercado.
- En segundo lugar, y para el conocimiento de todos, las medidas recomendadas respecto a la actuación de los emisores y de las entidades financieras cuando se encuentren ante este tipo de informaciones.

10.3 Supervisión de las ofertas públicas de adquisición (opas)

En 2007 entró en vigor la nueva regulación de opas que introdujo importantes cambios en nuestro ordenamiento. En el ejercicio 2008 se continuó con la adaptación del trabajo de supervisión de las opas a las nuevas normas y se aplicaron por primera vez algunas figuras previstas en la normativa. Destacan los siguientes aspectos relevantes en la supervisión:

Determinación del precio equitativo

La supervisión del cumplimiento de los criterios previstos reglamentariamente del denominado precio equitativo es una de las principales novedades de la normativa de opas aprobada en 2007.

Entre las ofertas autorizadas en el ejercicio se ha producido ya alguna de las circunstancias que permiten a la CNMV autorizar la formulación de la opa a un precio distinto del más alto pagado por el oferente en los doce meses previos al anuncio de la oferta. Es el caso de la opa del Grupo Prisa sobre Sogecable, en la que se admitió un precio inferior al más alto que había satisfecho un miembro del Consejo de Administración del grupo oferente, al tratarse de una compra aislada realizada a precio de cotización por volumen muy poco significativo.

En la opa de Altadis sobre Logista, además de contemplarse la regla del precio más alto pagado en las adquisiciones previas por el oferente y quienes estuvieran concertados con él, se ratificó el precio ofrecido mediante una valoración realizada por un experto independiente, en la que se aplicaron las reglas de valoración propias de una opa de exclusión. Esta valoración fue requerida por tratarse de una opa sobrevenida, en la que el oferente no adquirió previamente una participación de control, sino que lo obtuvo de forma indirecta al tomar, previamente mediante opa, el control de la compañía que tenía la participación sobrevenida.

En la opa por exclusión de Estabanell y Pahísa, se tuvo en cuenta que, para la fijación del precio de este tipo de opa, además del resultado de una valoración de la sociedad, deben aplicarse las reglas de precio equitativo, de forma que el precio de la oferta no puede ser inferior al mayor entre ambos.

Compraventas forzosas

Durante el año 2008 se han desarrollado los tres primeros procedimientos recogidos en la nueva regulación de compraventa forzosa. Uno de ellos procedía de la opa formulada el año anterior sobre Altadis y los otros dos, Logista y Sogecable, de las opas autorizadas en 2008. La realización de la operación de venta forzosa determinó la exclusión de negociación de estas tres sociedades.

La figura de la compraventa forzosa, inexistente en nuestro ordenamiento hasta la reforma de 2007, permite al oferente exigir a todos los accionistas la venta de sus acciones durante los tres meses siguientes a la finalización de la oferta formulada previamente. En paralelo, y aunque el oferente decida no hacer uso de esta posibilidad, todos los accionistas de la sociedad pueden exigir al oferente la compra de sus acciones. El precio de las operaciones es el correspondiente a la opa previa.

Estos derechos están condicionados a que en la fecha de liquidación de la oferta el oferente sea titular, como mínimo, del 90% del capital con derecho de voto de la sociedad afectada; a su vez, la opa debe recibir aceptaciones por un 90%, al menos, de los derechos de voto a los que se hubiera dirigido.

Los trámites necesarios para llevar a cabo el procedimiento de compraventa forzosa están establecidos en la propia normativa de opas, se detallan en los folletos de opa y son objeto de difusión pública a través de la página web de la CNMV.

En el marco de las labores de supervisión del procedimiento de ejecución de la venta forzosa, la CNMV publicó en 2008 una comunicación relativa al cobro de comisiones asociadas a las operaciones de venta forzosa. En esta comunicación se recuerda que estas comisiones no deben ser soportadas por los accionistas obligados a vender, sino por el oferente, y se detallan una serie de gastos que el oferente no está obligado a asumir por no ser derivados de la compraventa, canje o liquidación de los valores.

Admisión a trámite de las ofertas

Otra de las novedades introducidas en la normativa aprobada en 2007 es la admisión a trámite de las opas. Este paso es previo a la resolución sobre la autorización para la formulación de la opa. La admisión debe ser declarada por la CNMV en un plazo no superior a los siete días hábiles siguientes a la recepción de los documentos imprescindibles para la tramitación de la operación.

Una oferta no puede ser admitida a trámite si el folleto presentado contiene errores esenciales o no incluye la información mínima prevista reglamentariamente, si falta la documentación acreditativa de la garantía de la opa o algún otro documento complementario obligatorio y si la solicitud de autorización incumple de forma manifiesta lo dispuesto en la normativa de opas.

En 2008 se produjo la no admisión a trámite de la opa presentada por un grupo de oferentes sobre Inbesòs. El motivo fue la falta de documentación acreditativa de la constitución de garantías en el plazo máximo establecido en la normativa.

Al tratarse de una opa obligatoria, la falta de admisión tuvo como consecuencia la suspensión de los derechos políticos de las acciones ya adquiridas por el grupo oferente y la suspensión en el ejercicio de sus cargos en los órganos de administración de Inbesòs de los miembros designados por dichos accionistas.

De acuerdo con lo dispuesto en la regulación de opas, la recuperación de los derechos políticos suspendidos, salvo que se obtenga consentimiento unánime del resto de accionistas de la sociedad, manifestado individualmente, requiere la formulación de una opa en la que el precio deberá fijarse con los criterios de valoración propios de una opa de exclusión, añadiendo los intereses devengados sobre el precio equitativo al tipo de interés legal del dinero.

Exenciones de opa obligatoria por fusión

En 2008 se presentaron dos tomas de control a través de fusiones, que fueron exceptuadas de opa de conformidad con la normativa vigente. Se trata de la fusión mediante absorción por Afirma Grupo Inmobiliario de varias empresas participadas y una sociedad del grupo Rayet y de la fusión mediante absorción por Campofrío de la sociedad Smithfield Foods que ya era accionista de la sociedad absorbente antes de la fusión.

Como consecuencia de estas fusiones, el grupo Rayet alcanzó una participación de control en Afirma y el grupo Smithfield en Campofrío.

Ambos accionistas presentaron sus respectivas solicitudes de exención de opa, que fueron aprobadas por la CNMV de acuerdo con lo previsto en el artículo 8.g del Real Decreto 1066/2007, tras examinar el oportuno expediente en el que principalmente quedó justificado, mediante informes emitidos por expertos independientes, que las operaciones no tenían por objetivo principal la toma de control sino una finalidad industrial o empresarial.

Cooperación con otros organismos y autoridades

Durante 2008 se mantuvieron contactos con la autoridad de los mercados financieros franceses (AMF) para el seguimiento del acuerdo de separación de los principales accionistas de Metrovacesa, en su vertiente francesa, que contempla operaciones sobre la cotizada Gecina.

Dos de las opas registradas en 2008 tuvieron por objeto sociedades cotizadas exclusivamente en la Bolsa de Barcelona. Una fue la de Estabanell y Pahísa, cuya oferta tenía por objeto la exclusión de bolsa, y la otra la de la sociedad Celo, que acordó después de la opa su exclusión bursátil. En estos casos la competencia para acordar la exclusión de negociación corresponde a la Dirección General de Política Financiera de la Generalidad de Cataluña, mientras que la resolución sobre la opa y el procedimiento de exclusión es competencia de la CNMV. Para ello, se arbitraron los medios necesarios para coordinar las actuaciones de ambos organismos.

Circular de la CNMV sobre modelos de anuncios y solicitudes de autorización de las ofertas

La Circular 8/2008 de la CNMV por la que se aprueban los modelos a los que deberán ajustarse los anuncios y las solicitudes de autorización de las opas entró en vigor en los últimos días del año 2008.

Los artículos 16 y 17 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las opas, habilitaron a la CNMV para desarrollar los modelos de los anuncios y las

solicitudes de autorización de las ofertas a los que se refieren los propios artículos. Los modelos aprobados incluyen las informaciones esenciales que debe contener dichos documentos.

Mediante tales anuncios, que se publican en la página web de la CNMV, los oferentes deben hacer pública su decisión de formular una opa, tanto en los supuestos de opas obligatorias como voluntarias, informando sobre las principales características de la operación.

La solicitud de autorización podrá ser simultánea al anuncio de la opa o posterior, en los términos establecidos reglamentariamente, pero, en todo caso, deberán incluirse las informaciones reguladas en la Circular y cualesquiera otras adicionales que a juicio del oferente puedan resultar necesarias.

En estos anuncios debe advertirse que los términos detallados de la oferta estarán contenidos en el folleto explicativo que se publicará tras la preceptiva autorización de la CNMV a la que está sujeta la oferta.

En este capítulo se aborda la supervisión que ejerce la CNMV sobre las entidades que recaen en su ámbito, es decir, las empresas que prestan servicios de inversión y las que se engloban en el ámbito de la inversión colectiva. El apartado 11.1 se dedica a la supervisión de normas de conducta en la prestación de servicios de inversión, el 11.2 expone las cuestiones relativas a la supervisión prudencial o de solvencia, el apartado 11.3 se dedica a la inversión colectiva, en el 11.4 se aborda la supervisión de las entidades de capital riesgo y el 11.5 de las sociedades gestoras de los fondos de titulización. En el último apartado se señala la colaboración que realiza la CNMV en la prevención del blanqueo de capitales.

Como introducción al resto del capítulo, se debe señalar que la supervisión que realiza la CNMV ha tomado en consideración las conclusiones de los distintos informes realizados por organismos internacionales a lo largo de 2008, los cuales señalan la necesidad de que se mejoren ciertos aspectos de la regulación y supervisión, dirigidos a:

1. Reforzar la solvencia de las entidades y mejorar la gestión de los riesgos.
2. Mejorar la transparencia de los riesgos y los estándares de valoración, en particular cuando los mercados se vuelven ilíquidos.
3. Incrementar la cooperación y la convergencia entre supervisores para asegurar la eficacia en el control prudencial de los grandes grupos transnacionales.
4. Prevenir situaciones de crisis y su gestión en caso necesario.
5. Mejorar el funcionamiento de los mercados, incluyendo el papel de las agencias de calificación crediticia y de la estructura de los incentivos existentes.

Muchos de esos objetivos ya están siendo abordados por iniciativas tanto regulatorias (por ejemplo, la propuesta de una directiva para modificar la regulación de solvencia en ciertas cuestiones) como supervisoras (que recogen la necesidad de una mayor coordinación) y seguramente conllevarán modificaciones en las actuaciones de los supervisores nacionales en los próximos años.

La CNMV, por otra parte, se propone implantar a medio plazo un sistema integral de supervisión, de carácter básicamente preventivo, de la prestación de servicios de inversión y auxiliares en el marco de la MiFID. Ello supondrá un importante reto en términos de eficacia que exigirá, entre otras medidas, intensificar la cooperación con otros supervisores, en particular con el Banco de España, dada la importancia de las entidades de crédito en la comercialización de valores e instrumentos financieros.

La supervisión de la conducta de las entidades que prestan servicios de inversión es de especial importancia para el cumplimiento del objetivo de protección del inver-

sor que tiene asignado por ley la CNMV. Además, según se recoge en el cuadro 11.1 el grueso de incidencias detectadas en el sector se refieren a problemas relacionados con las normas de conducta. Asimismo, hay que destacar la labor de supervisión de posibles fallos en normas de conducta respecto a la comercialización o información que pudieran haberse producido en las entidades españolas en relación con los casos Lehman y Madoff, cuestión a la que se dedica el recuadro posterior.

Síntesis de incidencias detectadas en entidades que prestan servicios de inversión

CUADRO 11.1

Área de análisis	Principales incidencias detectadas
Requisitos financieros	<ul style="list-style-type: none"> – Insuficiencia de recursos propios. – Deficiencias en el cálculo de las exigencias de recursos propios. – Incidencias en relación con el registro contable y cumplimentación de estados reservados financieros y de riesgos.
Requisitos organizativos	<ul style="list-style-type: none"> – Insuficiencia de medios y procedimientos necesarios para el adecuado control de las actividades a desarrollar y sus riesgos. – Falta de independencia y autonomía en la toma de decisiones entre las entidades del grupo. – Deficiencias en el proceso de delegación de funciones. – Falta de implementación de políticas de identificación y gestión de conflictos de interés en lo relativo a las áreas separadas. – Inadecuada gestión y documentación de los conflictos de intereses originados por la existencia de aplicaciones entre clientes. – Inadecuada gestión del conflicto de interés que se origina al publicar informes de análisis sobre una sociedad cotizada que es, a la vez, un cliente significativo, sin informar adecuadamente de esta circunstancia. – Incidencias en el contenido de los registros de las operaciones y de las órdenes de intermediación sobre valores respecto a lo previsto en el Reglamento 1287/2006. – Deficiencias en la salvaguarda de documentación de clientes, documentos de perfilación de los mismos, documentación contractual o documentación soporte de las operaciones ordenadas por aquellos.
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 desarrollan.
Normas de conducta: clasificación de clientes	<ul style="list-style-type: none"> – Falta de comunicación a clientes del derecho a exigir una clasificación distinta, indicando las limitaciones que esa nueva clasificación podría suponer en cuanto a su protección. – Incidencias en los procedimientos establecidos para el cambio de clasificación normativa. – Inexistencia de procedimientos de revisión periódica de la categoría asignada.
Normas de conducta: idoneidad y conveniencia	<ul style="list-style-type: none"> – Deficiencias relacionadas con los procedimientos de obtención de la información necesaria para evaluar la idoneidad y conveniencia: incidencias en el diseño de tests de idoneidad y conveniencia o en otros procesos establecidos por la entidad para obtener dicha información, así como en relación con la efectiva implantación de los mismos. – Procedimientos de revisión periódica de la información obtenida para evaluar la idoneidad y la conveniencia. – Incidencias en el diseño de las advertencias sobre la no evaluación de la conveniencia o no adecuación del instrumento financiero y efectiva implementación de las mismas. – Asunción de la iniciativa del cliente siempre en el caso de productos no complejos. – Incidencias en la clasificación entre productos complejos y no complejos, así como en la asignación de niveles de riesgo a determinados productos. – No adecuación de carteras gestionadas o de recomendaciones personalizadas a clientes a los objetivos de inversión del cliente.

Síntesis de incidencias detectadas en entidades que prestan servicios de inversión (continuación)

CUADRO 11.1

La regulación y supervisión de los mercados de valores
Supervisión de entidades

Área de análisis	Principales incidencias detectadas
Normas de conducta: obligaciones de información a clientes	<ul style="list-style-type: none">– Incidencias en la información a facilitar a clientes con carácter previo a la prestación del servicio de inversión en relación con las características y riesgos inherentes a determinados instrumentos financieros.– Inobservancia de las disposiciones relativas a la adecuación de la información a remitir periódicamente a los clientes en relación al servicio prestado.– Deficiencias en la valoración de determinados instrumentos financieros en la información periódica a clientes.– 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 con la naturaleza, principales características y riesgos del producto.
Normas de conducta: incentivos	<ul style="list-style-type: none">– Percepción de comisiones en relación a un servicio de inversión prestado a clientes, de las que no se ha informado adecuadamente a los mismos.
Normas de conducta: ejecución óptima	<ul style="list-style-type: none">– Falta de revisión formal de la política de mejor ejecución y contratos de ejecución de órdenes con carácter anual o en cualquier momento en que se produzca un cambio importante que afecte a la capacidad de la entidad para seguir obteniendo los mejores resultados posibles en la ejecución.
Normas de conducta: transmisión de órdenes de clientes	<ul style="list-style-type: none">– 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.
Servicio de atención al cliente: reclamaciones de clientes	<ul style="list-style-type: none">– No inclusión de la posibilidad de formular la reclamación ante la CNMV en el modelo de notificación a clientes que finaliza el procedimiento de tramitación de reclamaciones ante la entidad.

Fuente: CNMV.

Impacto de los casos Lehman y Madoff

Los casos del banco de inversión Lehman y el *broker* Bernard L. Madoff han constituido dos de los máximos exponentes de la crisis financiera que ha sacudido a los mercados mundiales durante gran parte de 2008. En efecto, la quiebra de la entidad americana Lehman Brothers en septiembre de 2008 hundió los mercados y colocó al sistema financiero global en una situación de extrema precariedad. Unos meses después, en diciembre de 2008, el descubrimiento del fraude piramidal de Madoff sorprendió por el volumen de lo estafado, 50.000 millones de dólares.

Ambos casos no sólo han sido notorios por su impacto en la confianza de los mercados y por su cuantía, sino también por sus múltiples ramificaciones internacionales. De esta internacionalización no han escapado las entidades sujetas a supervisión por la CNMV.

Así, la quiebra de Lehman afectó a 459 instituciones de inversión colectiva españolas (IIC) y tuvo un impacto de 300 millones de euros (0,13% del total de patrimonio gestionado), como consecuencia de las inversiones directas que dichas IIC tenían en valores representativos de deuda emitidos por Lehman, derivados OTC con esta contraparte y, en mucha menor medida, inversiones en acciones de Lehman. Las inversiones en derivados OTC afectaban, en su mayor parte, a fondos garantizados en los que, por tanto, el impacto medio por fondo,

del 3,21%, será absorbido por el garante en el momento del vencimiento de la garantía. Respecto al resto de entidades, el impacto medio fue del 0,9%.

Sobre estas inversiones con exposición Lehman, la CNMV ha estado en estrecho contacto con las entidades afectadas para asegurar una adecuada valoración de los activos afectados y la debida transparencia a los inversores (en especial mediante la inclusión de información puntual en los informes periódicos de las IIC).

La quiebra del grupo Lehman Brothers llevó a la CNMV a remitir requerimientos a 20 entidades de crédito, solicitando información, entre otras cosas, sobre el número de clientes y la posición nominal de estos en productos emitidos, referenciados, garantizados o estructurados por el grupo Lehman Brothers. Asimismo, se les solicitó la remisión periódica a la CNMV de las reclamaciones presentadas ante el Servicio o Departamento de Atención al Cliente de la entidad en relación a dichos productos. El objetivo fue detectar señales sobre posibles incumplimientos de la normativa de comercialización de instrumentos financieros.

La información requerida a las entidades reflejó un importante alcance de la quiebra de Lehman Brothers sobre los inversores españoles, habiendo sido más de 11.000 los clientes afectados en estas entidades. El importe total comercializado fue de 1.148 millones de euros, un 75% por cinco entidades, y se refería a 314 emisiones. Los inversores afectados presentaron 733 reclamaciones en las respectivas entidades comercializadoras entre septiembre y diciembre de 2008.

Con fecha 24 de septiembre de 2008, y como consecuencia de las numerosas consultas recibidas de inversores españoles interesados por los efectos que podría tener para sus inversiones la situación por la que atravesaba en ese momento Lehman Brothers Holding Inc., la CNMV elaboró un documento que publicó en su página web, con varias indicaciones que respondían a las consultas más frecuentes de dichos inversores. Adicionalmente, a finales de noviembre de 2008, y como consecuencia de las diversas consultas formuladas por inversores a la CNMV, en las que se ponía de manifiesto las dificultades que dichos inversores encontraban para conseguir una copia del folleto de emisiones del grupo Lehman comercializadas en España, la CNMV requirió a 29 entidades de crédito para que, a fin de asegurar el cumplimiento por éstas de la obligación de informar adecuadamente a los inversores en todo momento, cualquiera que fuera el canal de distribución utilizado, enviaran las instrucciones pertinentes a su red.

Por otro lado, la exposición de los clientes con contrato de gestión de carteras en empresas de servicios de inversión no ha sido muy relevante: ocho entidades mantenían valores emitidos por Lehman en las carteras gestionadas de sus clientes, siendo 87 el número de clientes y 3,2 millones de euros la valoración de las posiciones.

Por último, señalar que, tras conocerse el concurso de Lehman, la CNMV realizó un seguimiento de las operaciones contratadas en los días previos por alguna sociedad del grupo Lehman y que se encontraran pendientes de liquidar, con el objeto de determinar el impacto final que pudiera tener esta incidencia en la bolsa española, y en concreto, el posible quebranto que pudiera originarse. Este hecho afectó a cuatro entidades.

En el caso del fraude de la firma de intermediación norteamericana Bernard L. Madoff Investment Securities LLC, la exposición de las IIC españolas por sus inversiones en otras IIC extranjeras directamente afectadas por la estafa (en su mayor parte entidades que podrían ser calificadas como *hedge funds*, pero también inversiones en una IIC luxemburguesa con pasaporte comunitario) ha sido de 106,9 millones de euros (0,05% del total de patrimonio gestionado), en un total de 224 IIC. La exposición media por fondo fue del 4,73%, y del 3,24% en las SICAV.

De forma análoga al caso Lehman, la CNMV ha supervisado a las gestoras con el objeto de garantizar la debida información y transparencia a sus inversores. Asimismo, se comunicó a éstas que la valoración de las inversiones afectadas por el fraude debería ser nula, en tanto en cuanto no se dispusiese de mayor información, y se instó a la adopción de medidas tendentes a asegurar que los importes que eventualmente pudieran recuperarse en el fondo fuesen destinados a minorar el perjuicio de los partícipes y accionistas afectados.

Asimismo, con fecha 17 de septiembre y 16 de diciembre de 2008, la CNMV hizo públicas sendas notas de prensa relativas a los casos Lehman y Madoff, siendo el primer supervisor europeo que lo hacía, en la que se cuantificaba el impacto sobre las IIC españolas de ambos casos y se recordaban las obligaciones de valoración y transparencia.

En lo referente a las empresas de servicios de inversión, han sido cuatro las que mantenían, por cuenta de clientes, fondos gestionados por Madoff Investment Securities LLC, cuyo valor de mercado agregado ascendió a 15 millones de euros.

Por otra parte, el grupo Banco Santander se vio afectado de forma significativa por el fraude Madoff. Esta situación derivó en la comunicación de un hecho relevante el 27 de enero de 2009 por parte de dicha entidad informando de la emisión de unas participaciones preferentes canjeables por las inversiones expuestas al fraude Madoff de determinados clientes de banca privada del grupo Santander. En este sentido, la CNMV publicó un documento en el que se proporcionaba información sobre dichas participaciones preferentes, sobre los riesgos asociados a las mismas, condiciones de liquidez, remuneración y amortización, entre otros.

11.1 Supervisión de las normas de conducta en la prestación de servicios financieros

11.1.1. El primer año de la MiFID

El ejercicio 2008 ha estado marcado por la definitiva transposición de la MiFID y su normativa de desarrollo al ordenamiento jurídico español.

Así, tras la aprobación en 2007 de la Ley 47/2007, de 19 de noviembre, de modificación de la Ley del Mercado de Valores (LMV), que traspone la Directiva 2004/39/CE (nivel I) y una mínima parte de la Directiva 2006/73/CE (nivel II), se aprobó en el mes de febrero de 2008 el Real Decreto 217/2008, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan

servicios de inversión, que completa la incorporación a nuestro ordenamiento de la Directiva 2006/73/CE. Durante el ejercicio 2008, la CNMV comenzó a trabajar sobre diversos aspectos recogidos en la LMV y el RD 217/2008 que afectan a las normas de conducta y que están pendientes de desarrollo normativo.

Estas normas nacionales deben completarse con el Reglamento 1287/2006/CE, por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre operaciones, la transparencia del mercado y la admisión a negociación de instrumentos financieros.

La MiFID ha introducido novedades importantes en distintos ámbitos relacionados con las entidades que prestan servicios de inversión, entre las que destacan:

- La creación de una nueva categoría de ESI: las empresas de asesoramiento financiero.
- La inclusión de nuevos servicios de inversión: gestión de un Sistema Multilateral de Negociación (SMN) y el asesoramiento en materia de inversión. Este último ha dejado de ser una actividad complementaria y ahora se considera servicio de inversión.
- El establecimiento de nuevos requisitos organizativos, que constituyen un refuerzo de las distintas funciones de control de las entidades.
- Nuevas normas de conducta entre las que cabe destacar: la clasificación de clientes, la evaluación de la conveniencia o idoneidad del servicio o producto, requisitos de información a clientes con carácter previo a la prestación de servicios de inversión y el principio de mejor ejecución.

Adicionalmente, aunque las labores de comercialización de servicios de inversión y captación de clientes no se tipifican como servicios financieros sino como actividades previas, la LMV establece que sólo podrán realizarlas profesionalmente, por sí mismas o a través de sus agentes, las entidades autorizadas a prestar servicios de inversión.

Todos estos cambios han hecho necesario acometer una profunda y detallada revisión de los procedimientos y programas de trabajo de supervisión con el objeto de adaptarlos a las nuevas disposiciones normativas. Por otro lado, resultaría especialmente aconsejable que las entidades realizaran, una vez finalizado este primer año de la MiFID, una evaluación del grado de cumplimiento de las nuevas obligaciones introducidas por la norma con el fin de determinar si sus planes de adaptación a la misma han sido debidamente implantados y las medidas adoptadas cumplen el objetivo perseguido.

Hay que señalar que CESR ha publicado varios documentos en 2008 relacionados con la supervisión de áreas clave de la MiFID que contribuyen a la convergencia en la práctica supervisora¹ o informan al inversor². Algunos de ellos³ incluyen pregun-

1. *Questions and answers on MiFID: Common positions agreed by CESR Members.*

2. *Consumers' Guide to MiFID -Investing in Financial Products.*

3. *Supervisory briefings -Best execution, Supervisory briefings -Inducements y Supervisory briefings -Conflicts of interest.*

tas indicativas a las que los supervisores pueden recurrir a la hora de evaluar el cumplimiento de la normativa por parte de las entidades. Las preguntas han sido diseñadas de tal forma que cada supervisor las integre como oportunamente considere en su propia metodología de supervisión.

Por otra parte, tal y como se indicaba en el Informe Anual de 2007, el Subgrupo de Intermediarios Financieros de CESR recibió el mandato de la CE para redactar un Memorando de Entendimiento Multilateral (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. Por su parte, la CNMV, a finales de 2007 y durante 2008, inició contactos con algunos supervisores europeos con el objeto de llegar a acuerdos prácticos sobre la supervisión de la actividad de las sucursales. Como consecuencia, a finales de 2008, la CNMV remitió requerimientos de información a las 39 sucursales de entidades de crédito y de empresas de servicios de inversión de Alemania, Bélgica y Reino Unido registradas a esa fecha, en los que se solicitaba información sobre el número de clientes y sobre el importe de los servicios de inversión prestados desde la sucursal, desglosados por su naturaleza. El análisis que se está realizando sobre esta información determinará el mecanismo de cooperación más adecuado entre la CNMV y los respectivos supervisores.

11.1.2. Supervisión de las normas de conducta en la prestación de servicios financieros

La prestación de los servicios de inversión, junto con los denominados servicios auxiliares, constituye la actividad exclusiva de las ESI, pero las entidades de crédito son los principales proveedores de servicios de inversión en España debido, en gran medida, a la disponibilidad de amplias redes de oficinas.

Así, en España la comercialización de instrumentos financieros entre el público minorista ha estado tradicionalmente muy bancarizada. A este hecho se ha unido, por un lado, el incremento de la complejidad de los productos y, por otro, en paralelo, un paulatino desarrollo de la cultura inversora que está llevando a que los inversores comiencen a solicitar a las entidades bancarias recomendaciones de inversión más sofisticadas. A dichos factores se han unido, como ha podido observarse a lo largo del ejercicio 2008, unas mayores exigencias de los inversores respecto a la responsabilidad de los comercializadores.

La CNMV supervisa las normas de conducta en la prestación de servicios de inversión realizada tanto por las entidades de crédito como por las ESI. Esta actividad durante 2008 ha venido marcada por la entrada en vigor de la MiFID. Esto ha supuesto, junto a otros aspectos, la consolidación definitiva de exigencias significativas para las entidades que prestan servicios de inversión.

Estas mayores exigencias son especialmente relevantes respecto a la información a facilitar a los clientes y recabar de ellos. Los requisitos de información se gradúan en diferentes niveles en función de la clasificación del cliente, la naturaleza del servicio y el tipo de instrumento o transacción. El objetivo último es que el cliente cuente con la información necesaria para tomar decisiones de inversión fundadas, especialmente respecto a la naturaleza y riesgos de los instrumentos financieros y que, dependiendo del servicio prestado, las entidades puedan evaluar si el servicio o producto es adecuado para el cliente.

Los objetivos de supervisión para el ejercicio 2008 han dado prioridad a estos aspectos, fundamentales a la hora de velar por la protección de los inversores.

Balance de la supervisión de normas de conducta

CUADRO 11.2

Área de análisis	Objetivos clave de la supervisión
Categoría normativa de clientes	<ul style="list-style-type: none"> – Asignación de categoría normativa a los clientes preexistentes. – Comunicación de la categoría asignada. – Revisión periódica de categorías. – Tramitación de solicitudes de cambio de categoría.
Información previa	<ul style="list-style-type: none"> – Contenido de las comunicaciones publicitarias. – Información específica sobre naturaleza y riesgos de los instrumentos financieros. – Detalle de costes, gastos e incentivos.
Recepción y transmisión de órdenes	<ul style="list-style-type: none"> – Sólo ejecución vs. conveniencia: productos complejos e iniciativa de la entidad. – Toma de datos para evaluar los conocimientos-experiencia. – Valoración de conocimientos-experiencia y comunicación del resultado al cliente.
Asesoramiento en materia de inversión	<ul style="list-style-type: none"> – Recomendación personalizada vs. genérica. – Asesoramiento en materia de inversión vs. labores de comercialización. – Asesoramiento puntual vs. asesoramiento recurrente. – Adecuación de las recomendaciones al perfil inversor del cliente.
Gestión discrecional de carteras	<ul style="list-style-type: none"> – Toma de datos para evaluar objetivos, conocimientos-experiencia y situación financiera. – Valoración del perfil inversor del cliente. Relevancia de los objetivos de inversión. – Adecuación de la cartera gestionada al perfil inversor del cliente.

Fuente: CNMV.

Clasificación normativa de clientes

Uno de los objetivos de las labores de supervisión durante el ejercicio 2008 ha sido el análisis de la clasificación de clientes en las categorías normativas de profesionales o minoristas. La correcta clasificación es primordial, dado que condiciona significativamente el grado de protección que las normas de conductas otorgan al cliente, permitiendo que la entidad presuponga o no que el cliente cuenta con determinados conocimientos-experiencia y situación financiera.

Durante el año se han verificado los procedimientos de segmentación de las bases de datos de clientes preexistentes y la correcta comunicación de la categoría asignada, así como los procedimientos de revisión periódica de la categoría normativa asignada y de cambio de categoría normativa.

Sólo deben clasificarse como profesionales aquellos clientes que cuentan con la experiencia y conocimientos necesarios para tomar informadamente sus propias decisiones de inversión y que sean capaces de valorar correctamente, por sí mismos, los riesgos de dichas inversiones. A efectos de garantizar que las personas físicas y las pequeñas y medianas empresas reciben el mayor grado de protección existente, inicialmente, y por defecto, quedan clasificados como minoristas.

No obstante, la clasificación inicial puede modificarse. Sin embargo, la normativa establece un procedimiento muy exigente, con el objetivo de garantizar que la renuncia al máximo grado de protección se realiza voluntariamente y con conoci-

miento de las consecuencias que conlleva. Resulta importante destacar que es posible la solicitud de cambio a una categoría que suponga una menor protección para un tipo de producto o transacción determinada.

Información previa sobre instrumentos financieros

Las verificaciones relativas a este apartado se han centrado en el contenido de las comunicaciones publicitarias referidas a instrumentos financieros concretos y en la información específica referida a la naturaleza y riesgos de los instrumentos financieros.

Las comunicaciones publicitarias deben ser identificables claramente como tales y deben cumplir determinados requisitos en cuanto a la presentación de beneficios potenciales junto con los riesgos pertinentes, inclusión de resultados históricos o futuros y comparativa de servicios o instrumentos para que puedan considerarse imparciales, claras y no engañosas.

Por otra parte, las entidades que prestan servicios de inversión deben proporcionar a sus clientes, con antelación suficiente a la prestación del servicio de inversión, una explicación de las características y los riesgos inherentes a los instrumentos financieros suficientemente detallada para que el cliente pueda tomar decisiones de inversión fundadas teniendo en cuenta su clasificación como minorista o profesional.

Es evidente que el propio instrumento financiero, así como el público al que va dirigido, condiciona significativamente los requisitos de esta información. Se considera, por tanto, necesario que la documentación que las entidades utilicen para informar al cliente sobre las características y riesgos del instrumento financiero incluya un apartado específico que recoja de forma comprensible los riesgos que afectan al producto. Asimismo, es importante realizar todos los esfuerzos posibles para que el documento esté redactado de forma clara, sencilla y breve, de manera que resulte comprensible para el tipo de inversor al que se dirige.

En este aspecto, es fundamental la labor de los canales de distribución y como parte del análisis se verificaron los procedimientos de información a los mismos. Como complemento a la información transmitida a la red en el ámbito de la colocación de productos concretos, se considera necesaria la implantación de planes formativos sobre las novedades introducidas por la MiFID, así como sobre la naturaleza y características de los distintos tipos de instrumentos financieros que la entidad ofrece a sus clientes.

Incentivos percibidos de terceros

La normativa establece tres requisitos para que la percepción de incentivos de terceros se considere aceptable: (i) la existencia, naturaleza y cuantía o forma de cálculo del incentivo debe revelarse claramente al cliente con carácter previo a tramitar la operación, (ii) la percepción del incentivo debe aumentar la calidad del servicio prestado y (iii) la percepción del incentivo no debe entorpecer que la entidad actúe en interés del cliente.

Durante el ejercicio 2008 la CNMV supervisó que los incentivos percibidos de terceros se revelasen a los clientes con carácter previo a la tramitación de la operación. Un incentivo muy extendido es la retrocesión de comisiones por la comercialización

de IIC gestionadas por gestoras ajenas al Grupo. La CNMV ha verificado la comunicación de su naturaleza y forma de cálculo a los clientes, considerándose insuficientes las referencias genéricas a la posibilidad de que existieran este tipo de incentivos. Asimismo, se verificó que las entidades comunicasen a los clientes la existencia de incentivos por la distribución de determinados instrumentos financieros no admitidos a cotización en mercados oficiales ni sujetos a la obligación de registro de folletos de emisión cuyo uso ha sido frecuente en los últimos ejercicios.

Recepción y transmisión o ejecución de órdenes

La normativa establece tres formas, reguladas de forma distinta, en las que se puede realizar la prestación del servicio de recepción y transmisión o ejecución de órdenes sobre instrumentos financieros: la sólo ejecución, la evaluación de la conveniencia y la prestación conjunta con un servicio de asesoramiento en materia de inversión. En este apartado se detallan los objetivos de la supervisión para las dos primeras formas, dejando la última para el siguiente apartado.

Dado que los dos factores determinantes de la forma en el que se presta el servicio de recepción y transmisión de órdenes (excluyendo del análisis la prestación conjunta con un servicio de asesoramiento en materia de inversión) son el carácter complejo o no del instrumento financiero y de quien parte la iniciativa de prestar el servicio, los esfuerzos supervisores se han centrado en verificar que las entidades se han dotado de procedimientos adecuados para evaluar la complejidad de los productos y para determinar dicha iniciativa en la contratación.

Tal y como se ha detectado en algunas entidades, no se considera una práctica adecuada asumir que en el caso de productos no complejos la iniciativa siempre es del cliente y que, por tanto, no es necesario evaluar la conveniencia.

Respecto a la iniciativa, el considerando 30 de la Directiva 2004/39/CE señala que todo servicio de inversión debe considerarse prestado a iniciativa del cliente, salvo que el cliente lo solicitase en respuesta a una comunicación personalizada, procedente o por cuenta de la empresa, a ese cliente concreto, que contuviera una invitación o pretendiera influir en el cliente con respecto a un instrumento financiero específico o una operación concreta. Por lo tanto, y con carácter general, sólo debe considerarse que la adquisición de un instrumento financiero se realiza a iniciativa del inversor en aquellos casos en los que el cliente solicita la realización de una operación, sin que la entidad se haya dirigido previa y personalmente al mismo en relación con el instrumento adquirido.

En la supervisión de este aspecto, la CNMV ha tomado en consideración el proceso elegido por las entidades para la comercialización de los diferentes instrumentos financieros, determinado por factores como el canal de distribución seleccionado, el refuerzo mediante campañas y promociones y las directrices transmitidas a las redes de distribución, entre otros.

Por otra parte, la prestación del servicio de intermediación con exigencia de la evaluación previa de su conveniencia para el cliente requiere que las entidades recaben de sus clientes información sobre sus conocimientos y experiencia. Así, los objetivos de 2008 incluyeron la revisión de los procedimientos y mecanismos utilizados para recabar de los clientes la información precisa para evaluar la conveniencia y la verificación de los mecanismos para advertir al cliente cuando, en opinión de la entidad, el producto o servicio no se considera adecuado para el cliente.

El principal objetivo de la supervisión de los servicios de asesoramiento y gestión ha sido comprobar la adecuación de las recomendaciones y carteras a los perfiles de los inversores. La CNMV ha analizado y valorado los procedimientos y mecanismos establecidos por las entidades para recabar la información precisa para evaluar la idoneidad y los mecanismos utilizados para formarse una opinión respecto al perfil del inversor. Se ha verificado no sólo si las entidades evalúan todos los aspectos establecidos normativamente, sino también que los mecanismos de evaluación aseguren que se respetan los objetivos de inversión, matizándolos en función de los conocimientos y experiencia y la situación financiera de los clientes.

En el caso del asesoramiento financiero, el análisis realizado se ha graduado distinguiendo si se trata de un servicio prestado de forma recurrente (mediante recomendaciones periódicas generalmente relativas a un patrimonio o cartera) o si es un servicio prestado de manera puntual (generalmente vinculado a instrumentos financieros emitidos, gestionados o comercializados por la propia entidad o su grupo).

En relación con el concepto de asesoramiento puntual, la CNMV ha recordado a las entidades que una recomendación personalizada (realizada a una persona y que se presenta como conveniente para esa persona o se basa en una consideración de sus circunstancias personales y se refiere a una operación sobre un instrumento financiero concreto) únicamente debe realizarse en el ámbito del servicio de asesoramiento en materia de inversión. En este caso, quién tome la iniciativa en la prestación del servicio es irrelevante.

En relación con este aspecto se ha verificado, además, si las entidades habían preparado a sus redes de distribución con formación, medios y directrices para identificar cuándo se podrían estar realizando recomendaciones personalizadas. Una vez más, debe destacarse la relevancia que tiene el proceso de comercialización a la hora de discriminar los diferentes contextos en que puede prestarse un servicio de inversión.

11.2 Supervisión prudencial de las ESI

A 31 de diciembre de 2008 se encontraban bajo supervisión de la CNMV un total de 111 ESI (101 sociedades y agencias de valores y 10 sociedades gestoras de cartera). Además, la CNMV tenía responsabilidades de supervisión sobre 48 grupos consolidables de empresas de servicios de inversión.

El proceso de supervisión se realiza en función del perfil de riesgo de cada entidad. Gran parte de la supervisión se basa en la información remitida de forma periódica a la CNMV: balance, cuenta de pérdidas y ganancias, información sobre riesgos e informes de los auditores, entre otros. Este análisis se complementa con inspecciones *in situ*. De esta manera, se logra la unificación de los trabajos de seguimiento a distancia con las labores inspectoras *in situ* y, en consecuencia, se potencia el modelo de supervisión continuada, es decir, el conocimiento sistemático y actualizado de cada entidad y/o grupo consolidable.

La supervisión prudencial se centra en el cumplimiento de los requisitos de solvencia, de diversificación de riesgos y de liquidez.

Supervisión de ESI: requerimientos remitidos por la CNMV en 2008

CUADRO 11.3

Tipo de requerimiento	Actuaciones		
	A distancia	In situ	Total
Por información fuera de plazo	72	2	74
Solicitud de información	69	41	110
Medidas correctoras o recomendaciones	32	26	58
Otras comunicaciones	5	11	16
Total	178	80	258

Fuente: CNMV.

El número de requerimientos o escritos informativos enviados a las entidades se redujo respecto al ejercicio anterior en un 45%. Esto se explica por el descenso del número de requerimientos por remisión de información fuera de plazo (descenso en un 45%), así como por el descenso en el número de requerimientos instando a la adopción de medidas correctoras o de recomendaciones.

Margen de cobertura de los recursos propios de las ESI sobre el coeficiente de solvencia¹

CUADRO 11.4

	Exceso		Número de entidades según exceso (en %)									
	Importe ²	% ³	< 50 ⁴	<100	<150	<200	<300	<400	<500	<750	<1.000	>1.000
Sociedades de valores	1.297.449	465,42	2	1	3	2	11	3	9	4	3	13
Miembros de bolsa	1.102.782	494,94	1	1	2	2	6	2	5	4	2	12
No miembros de bolsa	194.667	347,91	1	0	1	0	5	1	4	0	1	1
Agencias de valores	81.700	211,03	8	7	9	7	6	1	3	6	0	3
Miembros de bolsa	23.851	474,93	1	0	1	2	0	0	0	2	0	1
No miembros de bolsa	57.849	171,69	7	7	8	5	6	1	3	4	0	2
Sociedades gestoras de cartera	21.736	150,15	1	1	4	0	2	0	1	0	0	1
Total	1.400.885	422,01	11	9	16	9	19	4	13	10	3	17

Fuente: CNMV.

1. Datos a 31 de diciembre de 2008.
2. Miles de euros.
3. El porcentaje medio se obtiene ponderando 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.

De acuerdo con los datos disponibles de 2008, que cubren el periodo enero-noviembre⁴, los resultados antes de impuestos de las ESI han descendido un 40% respecto al mismo periodo del ejercicio anterior. Por otra parte, el número de entidades en pérdidas se ha incrementado sustancialmente, al pasar de 10, entre las 110 entidades existentes en 2007, a 33, entre las 111 existentes en 2008. Hay que señalar que las pérdidas están concentradas en pocas entidades, ya que las cinco entidades con mayores pérdidas aglutinan casi el 70% de las pérdidas totales del sector. Sin embargo, las perspectivas económicas para los próximos meses hacen pensar que se mantendrá la atonía en sus principales líneas de negocio, con lo que no es descartable que el sector se vea enfrentado a la necesidad de revisar su estructura de costes y a adoptar decisiones estratégicas.

4. A la fecha de elaboración de este informe anual, no se dispone de los datos correspondientes al mes de diciembre de 2008, debido a que la reciente publicación de la Circular 7/2008 otorga un periodo transitorio a las empresas de servicios de inversión para que remitan la información contable.

No obstante, en la actualidad las ratios de solvencia del sector son elevadas. Las entidades, en términos agregados, disponen de un amplio margen de cobertura sobre los recursos propios exigibles, habiendo aumentado en un 19% respecto al ejercicio anterior. Así pues, salvo en casos concretos, las entidades deberían encontrarse en general bien preparadas para afrontar la crisis de los mercados financieros.

Importancia del control interno sobre la operativa de clientes en determinados productos (OTC, CFD, etc.)

La crisis financiera ha tenido un efecto negativo en la cuenta de resultados de las ESI, adicional al motivado por la reducción generalizada en su actividad y consiguientemente en sus comisiones.

En efecto, en este periodo varias ESI registraron quebrantos por cuantía relevante en comparación con sus recursos propios como consecuencia de las pérdidas en las que incurrieron algunos de sus clientes en contratos sobre instrumentos derivados OTC sobre acciones de compañías cotizadas y que, finalmente, se trasladaron a las propias entidades ante la imposibilidad de dichos clientes de hacer frente a las mismas.

Una característica común a estos casos ha sido que el subyacente de estos derivados OTC lo constituían compañías integradas en los sectores inmobiliario y de construcción, los cuales se han visto intensamente afectados por la crisis. Otra característica común a estos quebrantos ha sido el tamaño relevante de las posiciones abiertas en OTC, tanto en magnitudes absolutas como en relación al capital de las compañías que constituían el subyacente de las mismas, debido a que estos clientes han escogido dichos instrumentos como vehículo para la exposición a estas sociedades cotizadas. Ha sido precisamente el elevado tamaño de estas posiciones OTC el principal motivo que ha impedido una gestión adecuada del riesgo inherente a estas posiciones en el momento en que los clientes dejaron de atender la entrega de colaterales para cubrir el riesgo de su posición, al dificultar el cierre inmediato de dichas posiciones.

Adicionalmente, en todos los casos, se trataba de posiciones de las entidades frente a clientes cuyo riesgo de mercado estaba cubierto mediante la toma de posiciones de signo contrario con contrapartidas con la categoría de intermediarios financieros. Este hecho pone de manifiesto la importancia creciente que tiene en la actual coyuntura de los mercados una adecuada medición y gestión del riesgo de contraparte, circunstancia ésta que aconseja que se refuercen los mecanismos de control de las entidades.

Durante 2008, se llevó a cabo una revisión sobre el cumplimiento por parte de las entidades miembros de Iberclear del límite de concentración de riesgos. Parecía aconsejable una revisión exhaustiva sobre el cumplimiento del límite de concentración de riesgos debido (i) al incremento en la negociación experimentado en los últimos años, con el consiguiente incremento del riesgo asociado a las operaciones pendientes de liquidar y de las garantías requeridas por ello, (ii) a las modificaciones significativas de la normativa interna de Iberclear, básicamente desde 2006 e, incluso, (ii) al propio proceso de reforma de la normativa sobre recursos propios. La conclusión obtenida fue que la existencia de problemas de concentración de riesgos derivados de las entregas de fianzas a Iberclear es especialmente relevante en las ESI de carácter

independiente. Entre las actuaciones de supervisión acometidas, a finales de noviembre de 2008 se remitió un escrito a las entidades participantes en Iberclear en el que se les recordaba la obligación de cumplir en todo momento con la normativa sobre límites a los grandes riesgos y, en su caso, la adopción de medidas correctoras.

Cambios normativos sobre solvencia

La supervisión prudencial de las ESI y de las entidades de crédito tiene como objetivo garantizar la estabilidad del conjunto del sistema financiero español. Para llevar a cabo una supervisión eficiente de la solvencia en un contexto de mercados financieros cada vez más internacionales, ha sido necesario aplicar medidas para la armonización de los criterios prudenciales sobre los recursos propios de los intermediarios financieros de cada país.

En este sentido, con fecha 14 de junio de 2006, se publicaron la Directiva 2006/48/CEE, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, y la Directiva 2006/49/CEE, sobre la Adecuación de Capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito, respectivamente (en adelante, DAC II).

La modificación de la LMV, en noviembre de 2007, incorporó al ordenamiento jurídico español la DAC II en lo referente a las ESI. El RD 216/2008, de entidades financieras, aprobado en 2008, desarrolla la LMV en lo referente a dicha Directiva y con fecha 30 de diciembre de 2008 se publicó la Circular 12/2008, sobre recursos propios de ESI y sus grupos, que viene a culminar la transposición de la normativa comunitaria. Así, durante 2008 han sido especialmente relevantes tanto el esfuerzo como los medios dedicados a trabajar en esta Circular.

Con el doble objetivo de, por una parte, evitar el arbitraje regulatorio y, por otra, facilitar la integración de los diferentes tipos de entidades en los grupos consolidables objeto de supervisión, se ha establecido un paralelismo entre las normas que regulan la solvencia de las entidades de crédito y las contenidas en la Circular de la CNMV 12/2008.

No obstante, al igual que los textos comunitarios que se transponen, se han recogido las especificidades propias de las ESI, tales como las posibles excepciones o limitaciones de aplicación de determinadas exigencias a las entidades que por su actividad o escasa complejidad no las requieren o la consideración de los gastos de estructura como uno de los umbrales a considerar en sus exigencias de recursos propios.

Merece especial mención el uso de modelos de remisión de información de la Circular comunes con los de entidades de crédito, no sólo a nivel nacional sino a nivel comunitario, pues han sido desarrollados de forma específica por el Comité Europeo de Supervisores Bancarios (CEBS) a propuesta directa de la CE. El uso de tales modelos facilitará la recogida y divulgación de información no sólo por los supervisores nacionales, sino también por todos los supervisores de solvencia europeos, haciendo posible por primera vez la comparación de datos de las entidades financieras a escala europea.

La principal novedad para las ESI es la exigencia de recursos propios por riesgo operacional. La Circular establece tres métodos de cálculo de las exigencias de recursos

propios que van desde un simple porcentaje de ingresos netos, el método del indicador básico, a métodos más avanzados basados en modelos internos. Se pretende, en general, con el uso de modelos internos, estimular mediante la posible reducción de exigencias de recursos propios el análisis y vigilancia de los riesgos, de forma tal que a sistemas más desarrollados y sofisticados para medir, controlar y gestionar los riesgos les correspondan menores exigencias.

La Circular de la CNMV 12/2008, basada en Basilea II, supone, a pesar de sus limitaciones, un notable avance en la gestión de los riesgos de las entidades y permitirá que las entidades conozcan mejor sus riesgos y, por tanto, puedan controlarlos en mayor medida.

Con fecha 26 de noviembre de 2008, la CNMV publicó la Circular 7/2008, que modifica el régimen contable de las ESI para adaptarlo al nuevo marco contable establecido en el Plan General de Contabilidad (NPGC) aprobado por el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre.

Es de destacar que el eje básico sobre el que ha basculado el proceso de adaptación se ha fundamentado en la consideración prioritaria de la especificidad de las ESI frente a otro tipo de entidades, financieras o no, lo que permite una adecuada y eficaz supervisión de las mismas que garantice la protección de los inversores. Sin embargo, en algunos aspectos ha sido necesario y conveniente mantener criterios y enfoques contenidos en la normativa anterior, como la obligación de consolidación de los grupos horizontales.

En cuanto a las novedades que introduce la Circular, se extiende la definición de valor razonable a los instrumentos financieros sin mercado o con mercado poco activo. De esta forma se favorece la utilización del valor razonable cuando el mismo facilita una correcta gestión del riesgo. También se amplían las definiciones de otros conceptos novedosos, tales como “tipo de interés efectivo” o “deterioro”.

Además, la Circular establece condiciones precisas para la reclasificación de activos entre las diferentes categorías de activos financieros definidas. Se establecen criterios muy estrictos para dar de baja los activos financieros y la contabilización de las plusvalías, como ajustes en patrimonio neto por valoración de los activos financieros disponibles para la venta, clarifica su definición en materia de solvencia. La Circular incorpora también una norma específica sobre ingresos por prestación de servicios y, en su caso, los gastos financieros y quebrantos de negociación, que incluye los criterios de imputación a la cuenta de pérdidas y ganancias.

Por último, es esencial destacar la importancia de la transparencia, que exige a los gestores de las entidades supervisadas que se responsabilicen de la política contable, de explicar la misma, de revelarla al mercado y de complementarla con informaciones puntuales. En este sentido, el contenido de la Memoria y del Informe de gestión incluye una descripción de los riesgos financieros asumidos y de las políticas de gestión y coberturas de los mismos.

Con fecha 25 de noviembre de 2008 se celebraron unas jornadas organizadas por FOGAIN, CNMV e INVERCO para dar a conocer el contenido de la mencionada circular contable y en las que se hizo especial énfasis en el régimen transitorio para aplicar la nueva regulación contable.

11.3 Supervisión de las instituciones de inversión colectiva (IIC)

El contexto en el que se han realizado las actuaciones de supervisión se ha caracterizado por un gran número de modificaciones normativas en forma de circulares de la CNMV. La mayor parte de estas circulares, seis en total, han constituido desarrollos del Reglamento de IIC y adaptaciones al NPGC. De este modo, en 2008 se aprobaron:

- La Circular 2/2008, con el objetivo de remitir por vía telemática a la CNMV determinadas informaciones sobre las tasaciones de inmuebles de las IIC inmobiliarias.
- La Circular 3/2008, que adaptó la contabilidad de las IIC al nuevo Plan General de Contabilidad e introdujo nuevos modelos de cuentas anuales y estados reservados.
- La Circular 4/2008, con la nueva estructura de la información pública periódica de las IIC.
- La Circular 5/2008, sobre requerimientos estadísticos de las IIC a efectos de rendir información al Banco Central Europeo.
- La Circular 6/2008, sobre los criterios de determinación del valor liquidativo de las IIC y desarrollo de cuestiones operativas.
- La Circular 7/2008, que incluye las normas de contabilidad de las sociedades gestoras de IIC.

Como en el caso de las empresas de servicios de inversión, la supervisión de las IIC se realiza mediante el análisis de la información que deben remitir periódicamente y mediante inspecciones in situ. En cualquier caso, la supervisión se centra en particular en los siguientes aspectos: cumplimiento de coeficientes legales y de la aptitud de las inversiones, suficiencia de medios y adecuación de los controles internos de las entidades, prevención de los conflictos de interés y cumplimiento de las funciones de control encomendadas al depositario. A continuación se describen someramente estos controles periódicos:

- En relación al control de legalidad, hay que señalar que la normativa de IIC establece unos requisitos mínimos de diversificación de las carteras, limita la tipología de los activos en los que pueden invertir y establece unos coeficientes mínimos de liquidez que permitan atender los reembolsos. Adicionalmente, la normativa exige a este tipo de entidades mantener un patrimonio y número de partícipes mínimo que asegure su carácter colectivo.
- Otro de los aspectos que se vigila es la suficiencia de medios y la existencia de controles internos en las entidades gestoras y depositarias, ya que ambos aspectos son claves para el correcto desempeño de las funciones y obligaciones atribuidas por la normativa a estas 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.
- Por otra parte, dado el esquema existente en el mercado español, en el que en la gran mayoría de los casos la entidad gestora y la depositaria de los fondos pertenecen al mismo grupo económico y se integran en grupos cuyas matrices suelen tener vocación universal, muchas de las actuaciones de supervisión se dirigen a prevenir los potenciales conflictos de interés y asegurar que las decisiones de las entidades gestoras se realizan, como es su obligación, en exclusivo interés de socios y partícipes.

- Finalmente, debe mencionarse la supervisión del cumplimiento de las funciones encomendadas por la normativa a las entidades depositarias no sólo en relación a la función típica de la custodia de activos, sino también sobre 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 coeficientes y la exactitud de la información facilitada a la CNMV y los inversores.

Adicionalmente a los controles periódicos, también se realizan análisis de supervisión puntuales, normalmente dictados por circunstancias especiales de las entidades o de los mercados. La crisis financiera ha exigido un importante esfuerzo supervisor, en especial en lo relativo al control de la liquidez de las carteras de las IIC y su valoración, el impacto del colapso de Lehman Brothers y el fraude Madoff en las IIC y la supervisión específica de IIC no ordinarias que se han visto particularmente afectadas por la crisis, tales como IIC inmobiliarias, IIC de Inversión Libre e IIC de Inversión Libre.

En 2008, como resultado de todas las actuaciones de supervisión anteriormente descritas, se enviaron 1.127 escritos a las entidades supervisadas. Del total de escritos, 136 correspondían a requerimientos por información presentada fuera de plazo, lo que, considerando el número de entidades inscritas y sus obligaciones de información frente a la CNMV (informes periódicos, auditorías y estados reservados) se puede considerar como un elevado grado de cumplimiento en los plazos establecidos.

Por su parte, se enviaron 436 escritos solicitando información necesaria para la supervisión (distinta de la disponible con carácter general) a las entidades sujetas. La mayor parte de los mismos (404) 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.

Finalmente, se enviaron 343 escritos solicitando a las entidades la adopción de mejoras. Si bien la mayor parte de ellos (278) correspondieron a requerimientos del área de control a distancia, debe considerarse que estos 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 de la entidad.

A continuación se presentan las principales actuaciones de supervisión realizadas durante el ejercicio 2008.

Supervisión de las IIC: requerimientos remitidos por la CNMV en 2008 CUADRO 11.5

Tipo de requerimiento	Actuaciones		Total
	A distancia	In situ	
Por información fuera de plazo	135	1	136
Solicitud de información	404	32	436
Medidas correctoras o recomendaciones	278	65	343
Otras comunicaciones	137	75	212
Total	954	173	1.127

Fuente: CNMV.

11.3.1. Supervisión de requisitos prudenciales de las IIC y sus gestoras (SGIIC)

Control de la legalidad

Uno de los objetivos básicos de las labores de supervisión realizadas en el ámbito de las IIC lo constituye la verificación del cumplimiento de los coeficientes legales. En este sentido, y al igual que en ejercicios anteriores, se ha prestado especial atención al cumplimiento de los requisitos de patrimonio y partícipes en fondos de inversión y de capital y accionistas en el ámbito de las SICAV (incluyendo en este análisis la verificación de los límites de autocartera). Este aspecto ha adquirido particular relevancia en 2008, dados los fuertes reembolsos y desinversiones en el sector de la inversión colectiva.

Paralelamente, se ha revisado el cumplimiento del coeficiente de liquidez (a través del cual se garantiza la disponibilidad de saldos líquidos suficientes para atender los reembolsos de forma que no sea necesario efectuar desinversiones no justificadas por criterios de gestión), así como el cumplimiento de los coeficientes de diversificación y de los límites legales previstos a la operativa con productos derivados.

Al mismo tiempo, y a través de la revisión de las comunicaciones de incidencias que periódicamente son recibidas de las entidades depositarias, se ha realizado 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

Se ha continuado realizando un seguimiento de la situación económica-financiera de las entidades, con el fin de anticipar posibles problemas de solvencia y solicitar planes para retornar al cumplimiento. Para efectuar dicho análisis, se consideran diversos parámetros: (i) la situación de sus recursos propios, (ii) el porcentaje de patrimonio contable sobre capital social, (iii) la cuenta de pérdidas y ganancias (importe de las pérdidas y origen de las mismas y obtención de beneficios por actividades distintas a la habitual de la SGIIC), (iv) periodo de tiempo que la SGIIC tardaría en presentar defecto de recursos propios o desequilibrio patrimonial por presentar pérdidas o importantes incrementos de recursos propios exigibles y (v) posibilidad de reducción de actividad por descenso del patrimonio gestionado.

De los datos analizados, aunque no se haya detectado ninguna incidencia grave, destacan los importantes descensos que se han producido en los ingresos por comisiones sobre patrimonios gestionados, consecuencia evidente de la disminución que viene observándose en los mismos. En algunos casos concretos estos descensos han incidido en la situación patrimonial de algunas gestoras, que se han visto obligadas a reforzar, mediante incrementos de capital o préstamos participativos, su situación.

Adicionalmente, estos controles se complementan con el análisis sobre el cumplimiento de los coeficientes legales.

11.3.2. Análisis específicos

Análisis de rentabilidades

Este análisis busca la detección de rentabilidades atípicas o anormales en las IIC. El procedimiento seguido para la detección de estas rentabilidades consiste en la construcción de un índice de referencia diario para cada IIC. A partir de este índice se calcula la rentabilidad teórica de cada institución. Mediante el análisis de las diferencias que sean estadísticamente significativas, se seleccionan los valores liquidativos a analizar a efectos de contrastar su razonabilidad o fiabilidad.

La construcción del índice de referencia se realiza en base a la composición de la cartera de la IIC y su subdivisión en masas patrimoniales, así como a la duración modificada de la cartera de contado de cada IIC. Estos datos, obtenidos de los estados reservados, junto con la evolución diaria de los índices de mercado asociados a la composición de dicha cartera, permiten obtener las rentabilidades teóricas diarias para cada institución que han sido mencionadas anteriormente.

La identificación de incidencias en los valores liquidativos puede permitir detectar 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: error contable, error de valoración de un determinado tipo de activo o imputación incorrecta de gastos. No obstante, hay que tener en cuenta que una institución puede haber obtenido una rentabilidad calificada como atípica 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 el caso de ser significativo o haber afectado a partícipes, se solicita a la gestora información sobre las medidas que piensa adoptar para solucionarlo.

Adicionalmente, este análisis también ha permitido detectar incumplimientos normativos, ya que una rentabilidad atípica puede deberse a la inversión en activos no aptos o a incumplimientos de la política de inversión de la institución. En definitiva, las conclusiones de este análisis de las rentabilidades de las IIC constituyen uno de los principales factores a tener en cuenta en la elaboración del mapa de riesgos de las entidades gestoras.

Valoración y liquidez de activos de renta fija

Los problemas de liquidez existentes en la economía global han tenido también su impacto en la situación de los mercados de renta fija, lo que ha generado problemas a determinadas IIC que, por su política inversora, mantienen exposiciones mayoritarias en este tipo de activos. Así, han podido tener dificultades, por una parte, para llevar a cabo una gestión adecuada de la liquidez frente a las solicitudes de suscripciones y reembolsos y, por otra, para realizar una adecuada valoración diaria de dichas inversiones. La problemática de la liquidez no ha afectado por igual a todo el abanico de activos de renta fija, siendo los mercados de titulaciones y de emisiones financieras subordinadas los que se han visto más perjudicados de manera global.

A 30 de noviembre se estimaba que los fondos de inversión mantenían un volumen aproximado de 15.457,8 millones de euros en activos de renta fija que podrían presentar dificultades de liquidez, lo que representa el 8,6% del patrimonio gestionado.

La CNMV ha reforzado a lo largo de estos dos últimos años sus labores de supervisión para asegurar una adecuada valoración de los activos y de control de la liquidez de las carteras gestionadas por parte de las entidades. Así en el año 2008, adicionalmente a las actuaciones concretas que se han llevado a cabo bajo las funciones de supervisión habituales, la CNMV emitió dos comunicaciones a través de su página web los pasados 17 de marzo y 11 de noviembre, en las que se transmitían determinadas pautas de actuación tanto para el control y gestión de la liquidez como para la valoración de los activos de renta fija mantenidos por las IIC.

Respecto a la gestión de la liquidez de los activos de renta fija, en dichas comunicaciones se instaba a la entidad gestora a disponer de una política expresa de control de la liquidez global de la cartera mantenida por el fondo de inversión, a través de la cual fuese posible hacer un seguimiento de la profundidad de los mercados en los que invierte y realizar una adecuada planificación de la venta de posiciones de forma gradual y ordenada.

Además, se recordaba que las entidades gestoras deben actuar siempre en el mejor interés de los inversores y evitar los posibles conflictos de interés que pudieran surgir entre los partícipes que reembolsan frente a los que permanecen en el fondo de inversión.

Por este motivo, la CNMV destacaba que la normativa actual establece determinados mecanismos que podrían facilitar la gestión de la liquidez de las carteras, entre otros el establecimiento de plazos de preaviso mínimo para reembolsos superiores a un determinado importe (artículo 48.6 del Reglamento de IIC) y la realización de suscripciones y reembolsos parciales (artículo 48.7 del Reglamento de IIC). Asimismo, la CNMV hizo especial hincapié en señalar el carácter excepcional de la operativa de compraventa entre IIC vinculadas, destacando que las entidades gestoras deberán reforzar los procedimientos de autorización expresa de tales operaciones, de manera que permitan justificar adecuadamente que las operaciones se realizaron a precios de mercado y en interés de ambas instituciones (artículo 67 de la Ley de IIC y 99 del Reglamento de IIC).

Respecto a la valoración de los activos que pudieran presentar dificultades de liquidez y para los que no existe, por tanto, un mercado activo de negociación, en el mencionado documento se recordaba a las entidades gestoras que debían disponer de procedimientos de valoración que asegurasen la utilización, en la medida de lo posible, de datos observables de mercado. De esta manera, la CNMV instó a las entidades a que utilizaran técnicas de valoración basadas en la obtención de precios difundidos por fuentes externas, entre otros: operaciones de AIAF, precios indicativos por difusores de información (Bloomberg, Reuters, Markit, etc.), valoraciones teóricas facilitadas por expertos independientes, etc., y a que reforzasen los controles internos, de modo que la fuente que finalmente se utilice para valorar dicho activo se pueda considerar representativa, al ser la que mejor refleje la situación actual de los

mercados en términos de tipos de interés, diferenciales de crédito y liquidez, entre otros factores. Si las técnicas de valoración utilizadas por las IIC se basan en la aplicación de modelos de valoración propios, se deben también establecer procedimientos que permitan incorporar la situación de los diferenciales de mercado de la manera más próxima posible a la situación actual del emisor o del tipo de activo. Para ello, se deberá primar, siempre que se pueda considerar representativa, la información inferida de permutas sobre riesgo de crédito (*credit default swaps*) o de otros valores de deuda emitidos por dicha entidad o por otras de características muy similares, como aquellas pertenecientes a la misma área geográfica, sector de actividad, tamaño, calificación crediticia, grado de subordinación de la emisión, etc.

En definitiva, las entidades deberán dotarse de los procedimientos y controles necesarios que acrediten que las técnicas de valoración utilizadas son consistentes, tanto con la situación de los mercados, como con la de la propia IIC inversora, teniendo en cuenta su estructura y la potencial evolución de las suscripciones y los reembolsos, de manera que se eviten los posibles conflictos de interés entre los partícipes que salen frente a los que permanecen en la institución.

Inversión en otras IIC

La CNMV ha continuado realizando un seguimiento específico de las IIC españolas que han podido verse afectadas por la suspensión de las suscripciones y reembolsos de algunas IIC extranjeras en las que invierten, como consecuencia de la crisis financiera. Adicionalmente, se ha comenzado a realizar un análisis sectorial para conocer el grado de cumplimiento de las recomendaciones emitidas durante el primer semestre de 2008 referentes a la forma de actuar ante la imposibilidad de calcular el valor liquidativo de una IIC, como consecuencia de la suspensión del cálculo del valor liquidativo de la IIC subyacente.

Rebajas de *rating*

En 2008 se comenzó un análisis específico sobre el descenso sobrevenido de la calificación crediticia de las entidades garantes de fondos de inversión garantizados por un tercero. Tras constatarse la rebaja de *rating* de alguna entidad garante, se instó a las gestoras a comunicar un hecho relevante para su publicación por parte de la CNMV y su posterior difusión a través de la información pública periódica de la entidad, con el fin de garantizar la protección de los inversores. En concreto, 17 fondos garantizados tuvieron que difundir la citada información. Adicionalmente, la CNMV difundió a través de su página web un comunicado transmitiendo dicho criterio de actuación.

Análisis de la inversión en depósitos y cuentas de liquidez por parte de IIC y gastos inherentes a las mismas

El objetivo de este análisis es garantizar que las condiciones de remuneración de las cuentas corrientes que abren las IIC, así como los tipos aplicados a los descubiertos, en su caso, y a las comisiones bancarias sobre estas cuentas se sitúan en niveles y

condiciones de mercado. Como resultado, se puede concluir que la remuneración que actualmente se obtiene en las cuentas corrientes que las instituciones de inversión colectiva mantienen en su entidad depositaria, así como del resto de gastos asociados a las mismas, puede considerarse de mercado.

Circular sobre categorías de IIC en función de su vocación inversora

El artículo 30.2 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de ICC señala que éstas deberán definir claramente su vocación inversora para que el inversor conozca con precisión a qué categoría de las establecidas por la CNMV pertenece la institución. La Circular 1/2009, de 4 de febrero, de la CNMV, sobre las categorías de IIC en función de su vocación inversora, desarrolla dicho precepto.

Se entiende como categoría de una IIC la unión del tipo y la vocación inversora de la IIC. Son tipos de IIC los fondos y sociedades de inversión ordinarias, las IIC subordinadas, las que invierten mayoritariamente en otras IIC, las IIC que replican o reproducen un determinado índice bursátil o de renta fija y los fondos cotizados.

La nueva clasificación de vocaciones contiene las siguientes novedades:

- Vocación monetaria: se modifica su definición estableciendo como requisitos, entre otros, una duración media de la cartera inferior a seis meses, mínimo del 90% del patrimonio en activos con vencimiento residual inferior a dos años, ausencia de activos con vencimiento residual superior a cinco años y calificación crediticia mínima a corto plazo de A2 por S&P, o activos sin *rating* siempre que los emisores tengan una calificación crediticia a corto plazo mínima de A2. Este cambio pretende corregir los efectos que la anterior definición permitía, como son que estos fondos pudieran tener unos niveles de volatilidad elevados e invirtieran en activos con baja calidad crediticia.

Además, únicamente se permitirá la utilización de la denominación monetario o similar para aquellos fondos que tengan vocación monetaria, y todos aquellos que cumplan las características de esta vocación deberán necesariamente clasificarse como monetarios, dejando de existir la posibilidad de que un fondo cumpla simultáneamente los requisitos de la vocación monetaria y la de renta fija.

- Vocaciones de renta fija: se ha eliminado la distinción de las vocaciones de renta fija en función de la duración de la cartera, dejando exclusivamente como elemento diferenciador el riesgo divisa, aunque con posibilidad de llegar a un 10% del patrimonio en sustitución del porcentaje del 5% anterior.
- Vocaciones mixtas: se mantienen las vocaciones mixtas de renta fija y de renta variable, aunque incorporando el criterio de la zona geográfica a la que pertenece el emisor de los valores de renta variable. Además, en el caso de las vocaciones de renta fija mixta, se ha modificado el porcentaje del 5% anterior al 30% del patrimonio para clasificar a las IIC dentro de la vocación euro o internacional.

- Vocaciones de renta variable: se elimina la vocación de renta variable nacional, pasando estas IIC a formar parte de la vocación de renta variable euro. Las vocaciones de renta variable internacional ya no se distinguen en función del área geográfica en la que se invierte. La vocación de renta variable euro agruparía las IIC que invierten más de un 60% en renta variable de emisores del área euro y tienen un riesgo divisa máximo del 30% del patrimonio. La de renta variable internacional engloba el resto de IIC de renta variable que no sean renta variable euro.

La característica de invertir mayoritariamente en un área geográfica determinada en los fondos de renta variable internacional (Europa, EEUU, Japón, países emergentes) solamente se identificará en la denominación del fondo, al igual que la inversión mayoritaria en un sector económico concreto.

- IIC de gestión pasiva: se crea esta nueva vocación para diferenciar aquellas IIC que llevan a cabo una gestión pasiva (que no sean garantizados) de las que desarrollan una gestión activa. Esta vocación incluye las IIC que replican o reproducen un índice, los fondos cotizados y las IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado.
- Garantizados: los garantizados de rendimiento fijo agrupan aquellas IIC que aseguran la inversión inicial más un rendimiento fijo, mientras que dentro de los garantizados de renta variable se diferencian aquellas IIC que garantizan el 100% de la inversión inicial (garantizados de rendimiento variable) y aquellas que garantizan un porcentaje inferior al 100% de la inversión inicial (de garantía parcial). Además, se incluyen en estas dos vocaciones, según corresponda, aquellas IIC que realizan una gestión activa de una parte del patrimonio.
- Vocaciones de retorno absoluto y global: se disgregan de la vocación global las IIC con un objetivo de gestión no garantizado que tratan de conseguir un determinado nivel de rentabilidad-riesgo periódico independiente de la evolución de los mercados para encuadrarse en la nueva vocación de retorno absoluto. Se deja, así, la vocación global para aquellas IIC cuya política de inversión no encaja en ninguna de las vocaciones anteriores.

Dentro de los criterios que establece la Circular que permiten clasificar a cada IIC dentro de una u otra vocación inversora, destacan, entre otros, la consideración tanto de la cartera de contado como de la de derivados, la clasificación en una vocación según la política definida en el folleto y no por la composición de la cartera, la admisión de un incumplimiento excepcional de la política de inversión declarada en folleto invirtiendo en activos de menor riesgo durante un máximo de tres meses, el cálculo de los porcentajes de inversión que definen las vocaciones inversoras en función del patrimonio de la IIC, la clasificación en la vocación de mayor riesgo cuando una IIC se encuentre entre dos vocaciones inversoras o la clasificación como global cuando se sitúe entre tres de ellas.

El objetivo de esta circular es determinar unos criterios y una clasificación de vocaciones inversoras más reducida y de fácil comprensión por el inversor en la que se puedan encuadrar las IIC y que sea acorde con la situación de la industria de la inversión colectiva.

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 protección del inversor que la CNMV tiene encomendadas y, por ello, se ha prestado especial atención a la revisión de su forma y contenido, así como al cumplimiento de los plazos de presentación establecidos.

11.3.4. Supervisión de gestoras de IICIL e IIC de IICIL

El enfoque de la supervisión de estas entidades durante 2008 se ha situado en garantizar los reembolsos o liquidaciones ordenadas en varias de estas instituciones, fundamentalmente IIC de IICIL, que se han visto severamente afectadas en su viabilidad futura por el colapso o suspensión de *hedge funds* presentes en sus carteras. Asimismo, se ha prestado particular atención a la verificación de los procedimientos de *due diligence* o selección de inversiones de estas entidades, a efectos de garantizar que se cubrían todos los aspectos de revisión a los que obliga la norma.

11.3.5. Supervisión de los depositarios de IIC

La normativa reguladora de las IIC otorga un papel fundamental a los depositarios, como entidades a las que se encomienda la custodia de los activos de las IIC y la vigilancia de la gestión que realizan las sociedades gestoras, funciones que han de cumplir actuando siempre en interés de los partícipes o accionistas.

El 7 de marzo de 2008 se publicó en el BOE la Orden EHA/596/2008, de 5 de marzo, por la que se regulan determinados aspectos del régimen jurídico del depositario de IIC, y se concreta el contenido de los estados de posición. Al margen de concretar el contenido de los estados de posición, la referida orden tiene como objetivo fundamental la actualización del régimen jurídico del depositario de IIC para adaptarlo a la Ley 35/2003, reguladora de las IIC, y a su subsiguiente Reglamento de desarrollo, contenido en el Real Decreto 1309/2005.

Para lograr este objetivo, la Orden refuerza sensiblemente la función de los depositarios, concretando las obligaciones de supervisión de la gestión desarrollada por las SGIIC y precisa, con más exhaustividad que la derogada orden de 30 de julio de 1992, la forma en que se ha de desarrollar esta tarea, lo que refuerza el papel del depositario en su función de vigilancia y control.

Entre las novedades de la Orden que contribuyen a reforzar y detallar la labor del depositario, destacan las siguientes:

- Obligación de que los depositarios cuenten con un sistema de control que permita verificar los procedimientos de valoración de la gestora.
- Obligación explícita de verificar que los activos objeto de inversión se adecuan a la vocación inversora definida en el folleto.

- Introducción de la supervisión de la comercialización en los casos en que esta función sea realizada directamente por la sociedad gestora.
- Obligación de los depositarios de abrir las cuentas corrientes con las que las IIC vayan a operar, ampliando a las SICAV la prohibición de disposición por parte de la gestora o de los propios administradores de la SICAV del saldo de dichas cuentas.
- Refuerzo de las funciones de custodia en los casos en los que la inversión se materializa en otras IIC, de forma que se garantice que, en todo momento, la propiedad y el pleno dominio sobre la inversión corresponde a la IIC inversora.

También cabe destacar el propósito de la nueva norma de sistematizar los aspectos procedimentales de la actuación de los depositarios, exigiéndose para ello que cuenten con un manual de procedimientos internos donde se recojan el ámbito, los métodos utilizados y la periodicidad de las revisiones.

Como en años precedentes, durante el ejercicio 2008 ha sido objeto de supervisión la actividad desarrollada por los depositarios de IIC, tanto en el ámbito de la liquidación y custodia de valores, como de la supervisión y control de la gestión llevada a cabo por las SGIIC. Por otra parte, también se realizó durante 2008 un análisis del cumplimiento de los depositarios de sus funciones desde que en 2002 la CNMV inició las revisiones específicas a los depositarios. Fruto de este análisis se ha podido constatar un cambio significativo de las entidades que ha supuesto que, en la mayoría de los casos, tomen conciencia de las obligaciones que como depositarios de IIC asumen (vigilancia y control de la actividad de las IIC) y se doten de medios para el cumplimiento de esta actividad.

11.3.6. Supervisión de las IIC inmobiliarias

Durante 2008 se puso especial énfasis en el seguimiento de la liquidez de los fondos de inversión inmobiliaria, dado el volumen de reembolsos que les estaba afectando, las previsiones que existían sobre los mismos y el calendario de pagos a los que las instituciones debían hacer frente por los compromisos adquiridos en inmuebles. Para ello, se ha estado en estrecho contacto con las SGIIC inmobiliarias, recabándose a lo largo del año información puntual sobre los citados aspectos. Además, se solicitó a las entidades un plan de actuación ante escenarios poco favorables para los fondos. Como consecuencia de las conclusiones alcanzadas en estos análisis se ha constatado un deterioro de la situación, lo que ha conducido a la suspensión a finales de 2008, y durante dos años, de los reembolsos del segundo mayor fondo de inversión inmobiliaria.

Procedimientos administrativos relacionados con la situación de iliquidez. Recomendaciones de la CNMV

La capacidad de las IIC para realizar sus activos sin incurrir en un descuento injustificado se ha visto afectada en el marco de la actual crisis financiera debido al deterioro de la liquidez de algunos activos y a las mayores dificultades para obtener financiación.

Aunque muchos agentes económicos han experimentado dificultades, en el caso de las IIC la situación resulta más grave, ya que se han visto enfrentadas

a un incremento de las solicitudes de reembolsos de sus partícipes, en parte como respuesta a esos mismos problemas. Además, en muchos casos, los partícipes son, a su vez, IIC sometidas también a esas circunstancias.

Esta situación exige evaluar los diferentes procedimientos administrativos de que disponen las gestoras para abordar los problemas de liquidez descritos. No se puede dejar de señalar que al valorar las alternativas disponibles se ha de prestar especial atención a la protección de los intereses de los partícipes, evitando especialmente conflictos de interés entre ellos. Esto implica, por ejemplo, que, ante solicitudes de reembolsos, las IIC no deben modificar sustancialmente la composición de sus carteras y, por tanto, su exposición a activos menos líquidos, para evitar conflictos de interés con los partícipes que optan por continuar en la IIC.

Las alternativas disponibles en la normativa actual para la gestión de los riesgos descritos se pueden resumir en:

1 Adopción de medidas extraordinarias para mantener la liquidez

1.1 Recurso al endeudamiento

Para las IIC de carácter inmobiliario se contempla la posibilidad de recurrir a la financiación de terceros, hasta el límite del 10% de su patrimonio y con un plazo inferior a 18 meses, para resolver dificultades transitorias de tesorería. Las IIC de carácter financiero e IIC de IIC de Inversión Libre (IIC de IICIL, en adelante), también pueden obtener financiación de terceros hasta ese límite pero con un plazo inferior a un mes.

La normativa es más flexible para las IIC de Inversión Libre (IICIL, en adelante), ya que no se condiciona a darle finalidad concreta alguna y establece un límite de hasta cinco veces su patrimonio (siempre que se especifique en el folleto).

En todo caso, el gestor debe valorar las implicaciones, en términos de equidad entre inversores, del recurso al endeudamiento para hacer frente a solicitudes de reembolso.

1.2 Gestión de reembolsos en especie

La normativa contempla expresamente la posibilidad de efectuar reembolsos en especie para las IIC de carácter financiero, los fondos de inversión inmobiliaria (FII, en adelante) y las IICIL, siempre que se cuente con la autorización previa de la CNMV. Es una medida excepcional que hasta la fecha nunca se ha aplicado y cuya aplicación práctica tiene evidentes inconvenientes técnicos.

2 Establecimiento de medidas de restricción de la liquidez

2.1 Medidas ordinarias. Reducción de la frecuencia de los reembolsos

Para los fondos de inversión de carácter financiero, se contempla la posibilidad de ampliar el periodo de cálculo del valor liquidativo hasta el máximo de una quincena, si así lo exigen las inversiones previstas.

Las IICIL y los FII, dadas sus especiales características, disponen de unas condiciones de liquidez sustancialmente más flexibles, obteniendo más tiempo para realizar los activos necesarios para abordar esos reembolsos.

2.2 Medidas extraordinarias. Suspensión de los reembolsos

Con carácter general, para todas las IIC, la normativa contempla la posibilidad de que la CNMV suspenda temporalmente la suscripción o reembolso de participaciones “cuando concurren otras causas de fuerza mayor” de oficio o a petición de la gestora del fondo, exigiéndose la publicación de un hecho relevante.

Los FII, en estos casos extraordinarios y, en particular, cuando haya peticiones de reembolsos superiores al 10%, pueden suspender provisionalmente los reembolsos, si bien deben dar una liquidez hasta un importe mínimo del 10% del patrimonio, a prorrata entre las solicitudes anteriores a la suspensión, y establecer un plan para liquidar los activos necesarios para hacer frente a las solicitudes de reembolso

La aplicación de estas medidas exige contar con la autorización de la CNMV, que comprueba que se dan los supuestos de hecho y que los partícipes disponen de suficiente información de acuerdo con lo previsto en la normativa.

3 Liquidación del fondo de inversión

La liquidación ordenada del fondo exige la adopción del acuerdo de liquidación y disolución por parte de la gestora y el depositario, la comunicación a la CNMV, la publicación de un hecho relevante y la apertura de un periodo de liquidación durante el que se suspenden las suscripciones y reembolsos de participaciones.

La norma específica para las IIC de carácter inmobiliario reconoce que “si en el plazo de dos años desde el inicio de la liquidación no se hubiesen podido enajenar todos los bienes y derechos sobre inmuebles integrantes del patrimonio del fondo, se procederá por la sociedad gestora a la cancelación del fondo e inscripción de los bienes y derechos sobre inmuebles en el Registro de la Propiedad a favor de todos los partícipes”.

4 Escisión del patrimonio

Esta alternativa, junto con las dos siguientes, permitiría atender las suscripciones y reembolsos al menos en la parte líquida de la cartera. Básicamente, consiste en escindir el patrimonio del fondo en dos partes asignadas a dos fondos (o compartimentos) diferentes: los activos ilíquidos se asignarían a uno de los fondos resultantes, y el otro fondo se quedaría con los activos sin problemas de liquidez.

El proceso es similar a la fusión de dos o más fondos de inversión: se ha de aprobar un proyecto en el que se determine de manera precisa la forma de designar y repartir todos los elementos del patrimonio del fondo original que han de transmitirse a los fondos beneficiarios, que asegure que no se produce una segmentación no deseada de los activos y que se resuelven adecuada-

mente los conflictos de interés (lo que se conseguiría, por ejemplo, si en el fondo escindido participasen los mismos inversores y con la misma participación relativa). La existencia de un derecho de reembolso gratuito en esta alternativa hace que operativamente sea poco viable.

5 Creación de compartimentos

Esta alternativa es similar a la de la escisión pero, en lugar de crearse un nuevo fondo, lo que se crea es un compartimento cuya cartera la integrarían los activos ilíquidos. Presenta las mismas ventajas e inconvenientes que la escisión del fondo.

Otra posibilidad sería el establecimiento de *side pockets*. La necesidad de establecer *side pockets* en un fondo puede originarse como consecuencia de una decisión voluntaria del gestor de invertir una parte del patrimonio en activos ilíquidos, o cuando una inversión pierde su liquidez a un valor cierto. El *side pocket* sería una IIC que se constituiría con los activos ilíquidos y cuyos partícipes serían los de la IIC "original" y con idéntico porcentaje de participación. Así, podría definirse el *side pocket* como una IIC o compartimento "de propósito especial".

Los *side pockets* permitirían segregar dentro del mismo fondo los valores ilíquidos, que a partir del momento de su creación dejarían de ser valorados hasta que se resolviera la situación de iliquidez. Los reembolsos y suscripciones, una vez efectuada la segregación, se realizarían a un valor liquidativo en el que no se tendría en cuenta la parte de cartera segregada (liquidaciones y suscripciones parciales). Cuando los problemas de liquidez fueran solventados se procedería a la valoración del *side pocket* ajustando, en su caso, los reembolsos y suscripciones efectuados durante el periodo en el que existía el *side pocket*.

Esta alternativa no está prevista en la legislación de IIC española, pero podría contemplarse su regulación si se percibieran problemas de competencia con otras jurisdicciones en las que sí existiese esta figura.

11.4 Supervisión de las entidades de capital-riesgo

Durante el pasado ejercicio, la supervisión periódica de las entidades de capital-riesgo continuó centrada en la revisión de las cuentas anuales y en el análisis del cumplimiento de los coeficientes legales establecidos, teniendo en consideración las peculiaridades de los inversores de este tipo de entidades.

Por otro lado, es reseñable la publicación, con fecha 14 de enero de 2009, de la Circular 11/2008, de 30 de diciembre, de la CNMV, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las entidades de capital-riesgo. En esta Circular se establecen y modifican las normas contables y modelos a los que deberán ajustar sus cuentas anuales correspondientes al año 2008. Dado que el objeto principal de estas entidades es la toma de participación, de forma temporal, en sociedades, la aplicación de la nueva Circular tendrá una incidencia significativa en el valor por el que dichas participaciones queden reflejadas en las cuentas de las sociedades y fondos de capital-riesgo.

11.5 Supervisión de las sociedades gestoras de fondos de titulización

En 2002 la CNMV inició un programa de supervisión in situ de las sociedades gestoras de fondos de titulización (SGFT), centrado en verificar especialmente que las entidades cuentan con medios suficientes para el desarrollo de su actividad, con una organización adecuada y con los procedimientos de control interno necesarios.

Durante 2008 concluyó el referido programa, tras la inspección in situ realizada a la única gestora de las ocho inscritas en los registros de la CNMV que aún no había sido inspeccionada; fruto de las actuaciones realizadas se ha conseguido que las SGFT establezcan estructuras organizativas cuya dimensión sea adecuada a la complejidad de la actividad que desarrollan.

11.6 Colaboración en la prevención del blanqueo de capitales

En aplicación del Convenio de Colaboración firmado en junio de 2003 entre la CNMV y el Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias (SEPBLAC), durante el ejercicio 2008 la CNMV ha revisado, para las SGIIC acordadas con el SEPBLAC, el grado de cumplimiento de las obligaciones en materia de prevención de blanqueo de capitales.

Durante 2008 se ha continuado trabajando para la mejora de la formación, información y protección de los inversores. El objetivo es que sean capaces de identificar, encontrar y asimilar la información disponible, de manera que su relación con los intermediarios resulte más equilibrada y puedan adoptar sus decisiones financieras con pleno conocimiento de los riesgos y de las posibles consecuencias.

Este capítulo se dedica a las actuaciones de la CNMV específicas en el ámbito de la atención al inversor. En el epígrafe 12.1 se detallan las actuaciones canalizadas a través de la Oficina de Atención del Inversor. El epígrafe 12.2 se dedica al esfuerzo de la CNMV realizado en materia de formación del inversor. Las actuaciones referentes a la vigilancia de la publicidad de productos se tratan en el epígrafe 12.3. Por último, se describe la actuación del Fondo de Garantía de Inversores en el 12.4.

La crisis financiera ha provocado una creciente inseguridad de los inversores respecto a los productos en los que han colocado su ahorro. Esto se ha puesto de manifiesto a través de un notable aumento de sus consultas, quejas y reclamaciones en la CNMV, tal y como se expone en los siguientes apartados.

Gran parte de las quejas están relacionadas con los productos estructurados y complejos que se han comercializado a los inversores minoristas. Estos productos presentan serias dificultades de comprensión para el público, lo que se ha traducido en expectativas que no responden a la realidad del producto.

Por otra parte, muchas consultas han venido motivadas por las noticias de problemas en entidades o por las medidas tomadas por las autoridades, como es el caso del agravamiento en la situación de los mercados en la segunda parte del año, la quiebra de Lehman Brothers, la quiebra de los bancos islandeses, el anuncio de una tasa extraordinaria en el fondo inmobiliario Santander Banif Inmobiliario o las medidas adoptadas sobre las ventas en corto.

Todo ello pone de manifiesto que la formación que tienen los inversores no ha evolucionado al mismo ritmo que el desarrollo de los mercados financieros. Tampoco parece haberse producido un esfuerzo por mejorar la información de que disponen los inversores minoristas, en especial dada la complejidad de los productos que se les ofrece.

En los próximos epígrafes se describe la actividad de la CNMV en el ámbito de la atención de las reclamaciones y consultas, así como las iniciativas emprendidas para mejorar la transparencia y la formación de los inversores.

12.1 Oficina de Atención al Inversor

La Oficina de Atención al Inversor (OAI) resuelve las consultas, quejas y reclamaciones presentadas por los inversores minoristas¹. En 2008 el número de reclamaciones presentadas por los inversores creció por encima del 30% respecto al año anterior. El aumento se ha producido principalmente a partir del mes de junio, de modo que las reclamaciones presentadas en el segundo semestre de 2008 crecieron en un 63% respecto al mismo periodo del año anterior.

Por lo que se refiere a las consultas, los inversores han formulado un 12,5% más que en el año anterior. La actividad en este ámbito ha aumentado especialmente en el último cuatrimestre del año, en el que se han producido 5.283 consultas, frente a las 3.534 formuladas en el mismo periodo de 2007. La mayor parte de las consultas de los inversores se deben a la situación por la que atraviesan actualmente los mercados financieros.

Total de expedientes tramitados por la OAI

CUADRO 12.1

	2007		2008		% var. 08/07
	Número	% s/ total	Número	% s/ total	
Consultas	10.945	93,1	12.313	92,09	12,5
Reclamaciones	809	6,88	1.058	7,91	30,8
Total	11.754	100	13.371	100	13,8

Fuente: CNMV.

Incorporación a FIN-NET

Durante este año, la OAI se ha incorporado como miembro a la red europea FIN-NET, lo que facilitará a los inversores españoles que operen con entidades registradas en otros países del espacio económico europeo la tramitación de sus eventuales reclamaciones en materia de servicios de inversión.

FIN-NET es una red europea de cooperación creada por la CE en 2001. Su objetivo es facilitar a los usuarios de servicios financieros el acceso a procedimientos de reclamación extrajudicial en caso de disputas transfronterizas, mediante la cooperación e intercambio de información entre los organismos encargados de su tramitación en cada país.

Para ser miembro de esta red es preciso cumplir con los requisitos recogidos en la Recomendación 98/257/CE sobre principios aplicables a los sistemas extrajudiciales de resolución de disputas de los consumidores. La OAI cumple los principios de calidad exigidos a los miembros de FIN-NET en sus procesos de tramitación de reclamaciones: independencia, transparencia, contradicción, eficacia, legalidad, libertad y representación.

Desde enero de 2009, la OAI también forma parte del Steering Committee (comité de seguimiento) de FIN-NET, encargado de asistir a la Comisión Europea en la preparación de las reuniones plenarias y de garantizar su coordinación con los miembros de la red.

1. La CNMV publica una Memoria anual sobre "Atención de reclamaciones y consultas de los inversores", donde se detalla la actividad de la OAI.

12.1.1. Consultas

A través del servicio de atención de consultas se resuelven tanto cuestiones relacionadas con los registros de la CNMV, información disponible a través de la página web o sus publicaciones, como cuestiones más complejas que requieren una respuesta especializada. Por ello, la OAI dispone de un servicio telefónico (902 149 200) de información general que atiende las solicitudes de información accesible y pública. Cuando las cuestiones planteadas son más complejas, son atendidas por el equipo de técnicos de la OAI. Además, pueden plantearse consultas por cualquier medio (correo electrónico u ordinario o teléfono) y son respondidas por la CNMV con la mayor celeridad posible, sin necesidad de trámite administrativo alguno.

En 2008 se ha intensificado la colaboración entre Banco de España, Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones y CNMV para la atención de consultas de usuarios de servicios financieros, con el fin de prestar un servicio más rápido y eficaz. Para ello se han establecido mecanismos de transferencia de las consultas recibidas por cualquiera de las vías empleadas por el usuario.

Volumen y tipos de consultas recibidas

El canal telefónico continúa siendo el medio más utilizado por los inversores para formular sus consultas. Hay consultas telefónicas atendidas por los operadores del *call center* (que representan el 52,8% del total) y otras (16,1% del total) que precisan la atención más especializada de técnicos de la CNMV. El resto de consultas (31,7%) fueron formuladas por correo electrónico y de forma presencial. Un 6% de las mismas tuvo lugar en Bolsalia y Borsadiner, salones de bolsa y mercados financieros celebrados en Madrid y Barcelona, respectivamente, en los que participa la CNMV.

Distribución por canal de recepción de las consultas

CUADRO 12.2

	2007		2008		% var. 08/07
	Número	% s/ total	Número	% s/ total	
Teléfono	7.414	67,7	8.411	68,3	13,4
Correo electrónico	2.373	21,7	2.903	23,6	22,3
Escritos	312	2,9	234	1,9	-25,0
Presencial	846	7,7	765	6,2	-9,6
Total	10.945	100,0	12.313	100,0	12,5

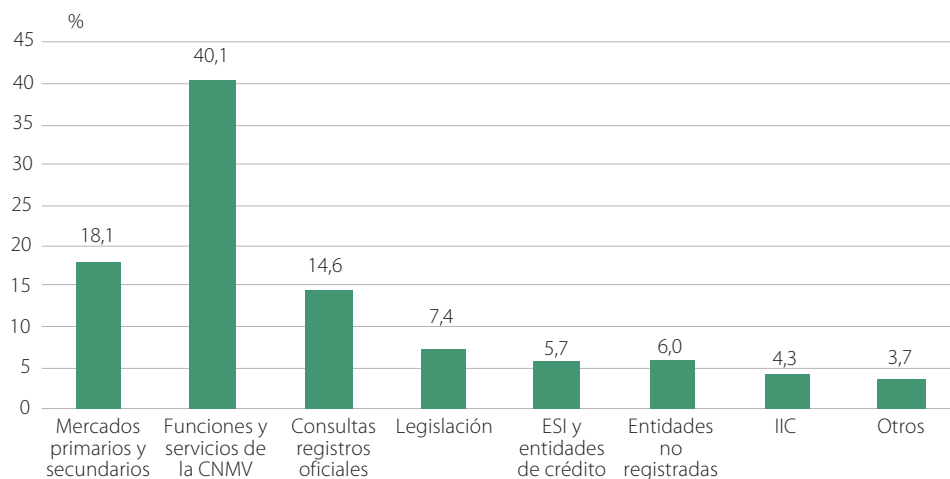
Fuente: CNMV.

Asuntos más relevantes objeto de consulta

Los inversores se ponen en contacto con la CNMV para solicitar información sobre las funciones y los servicios que ofrece la CNMV (envío de publicaciones destinadas a los inversores, situación en que se encuentra la resolución de sus reclamaciones, procedimiento para reclamar o información contenida en el Rincón del Inversor de la página web), así como sobre normativa, entidades, productos o servicios de inversión y derechos e intereses legalmente reconocidos. Dentro de estos epígrafes generales, que se repiten cada año, y a los que se refiere el siguiente cuadro, existen temas concretos y relevantes característicos del ejercicio.

Materias objeto de consulta en 2008

GRÁFICO 12.1



Fuente: CNMV.

En 2008 los asuntos más relevantes han sido los siguientes:

- El procedimiento de venta forzosa (también conocido como *squeeze out*) ha generado dudas entre los inversores. Este procedimiento se empleó por primera vez en España con motivo de la opa de Imperial Tobacco sobre Altadis. Una vez liquidada la opa, los accionistas de Altadis que no aceptaron la oferta se vieron obligados finalmente a vender sus acciones a Imperial Tobacco. Se cumplían las condiciones previstas en la normativa para que la compañía oferente pudiera hacerse con la totalidad de las acciones, dado que tras la opa ya había adquirido el 95,8% del capital social de Altadis.

A partir de las consultas de los inversores se pudo constatar una mala práctica por parte de algunos intermediarios que habían aplicado comisiones por la operación a sus clientes. Por ello se difundió, a través del Rincón del Inversor, información sobre la gratuidad de estas operaciones y se remitió un comunicado a las entidades financieras recordándoles la normativa de aplicación en estos casos.

- Las consultas sobre entidades no registradas que pudieran estar ofreciendo servicios de inversión se repiten cada año. Entre las entidades por las que los inversores se interesaron en 2008 destacan Finanzas Forex, Tribu Internacional Invest, S.L. o GCI Financial Ltd., los cuales han sido objeto de advertencia por parte de la CNMV, en virtud del artículo 13 de la LMV.
- Con la entrada en vigor de la MiFID, el asesoramiento en materia de inversión, entendido como la realización profesional y remunerada de recomendaciones personalizadas a un cliente sobre instrumentos financieros, ha pasado a ser un servicio restringido a quienes estén autorizados para prestarlo. Quienes lo venían prestando disponían hasta febrero de 2009 para solicitar autorización a la CNMV. Esta medida ha dado lugar a numerosas consultas sobre personas y entidades concretas que venían prestando este servicio.
- Las dudas sobre los cambios introducidos por la normativa MiFID en las relaciones de los clientes con las entidades financieras vuelven a ser motivo de con-

sulta. Los inversores preguntan, entre otras cuestiones, si un producto determinado debe considerarse complejo o no complejo, la periodicidad con que las entidades deben actualizar los tests de conveniencia e idoneidad o a quién deben realizarse estos tests en caso de ser varios los titulares de una cuenta de valores.

Para dar respuesta a las preguntas más habituales se ha creado un espacio en el Rincón del Inversor de la página web de la CNMV donde se ha incluido:

- La guía “Qué debe saber de sus derechos como inversor. Descubra la protección que le da la MiFID”.
 - Un documento de “Preguntas y respuestas sobre los efectos prácticos de la nueva protección al inversor (MiFID) para los inversores minoristas”.
 - El diccionario MiFID con términos que ayuden a aclarar los conceptos más novedosos.
- Las informaciones difundidas a través de los medios de comunicación sobre las medidas adoptadas por los reguladores en septiembre de 2008 en relación con las ventas en corto hicieron que los inversores se pusieran en contacto con la CNMV para plantear sus dudas acerca de tales medidas.

En septiembre de 2008 la CNMV recordó al conjunto de los agentes, incluidos los inversores (a través de las comunicaciones de la CNMV y de la información del Rincón del Inversor) que las ventas en corto descubiertas constituyen una operativa prohibida y penalizada.

- Los procesos en los que se vieron inmersos primero el banco Lehman Brothers y después los bancos islandeses Landsbanki y Kaupthing generaron preocupación entre los inversores españoles que se dirigieron a la CNMV para tratar de aclarar las consecuencias de estas situaciones para sus inversiones.

Con el fin de informar de manera generalizada, el 24 de septiembre se publicó en la página web de la CNMV (Rincón del Inversor) una nota con indicaciones para contestar a las principales consultas recibidas de inversores afectados por la situación de Lehman Brothers. En concreto, se informaba de la cobertura de las inversiones por algún sistema de indemnización, la posible responsabilidad del comercializador del producto, así como de los pasos a seguir para recuperar sus inversiones.

Estos inversores afectados manifestaron discrepancias con el modo en el que las entidades financieras les habían vendido los productos de inversión emitidos por las compañías indicadas manifestando, en ocasiones, un total desconocimiento de quién era el emisor del producto o de los riesgos inherentes a su inversión. En la actualidad ya se han formalizado reclamaciones ante la CNMV por estos motivos.

- En especial, se solicitaba información sobre los productos afectados, orientación sobre las acciones a emprender y sobre la propuesta de Banco Santander, S.A. a sus clientes afectados por la estafa.

Con el fin de dar una respuesta a las preguntas más habituales, se publicó un documento sobre los efectos del fraude en los inversores españoles y una nota con las principales características del producto ofrecido por Banco Santander para que los inversores pudieran evaluar la propuesta, y en particular, los compromisos, las características y los riesgos de dicho producto y comparar el valor de los instrumentos que se canjean.

- Asimismo fueron especialmente numerosas en esta segunda mitad del ejercicio las consultas sobre los sistemas de indemnización de los inversores (FOGAIN y FGD). Ante las consultas de los inversores sobre la seguridad y sobre el grado de cobertura con que cuentan los ahorros e inversiones depositados/realizados a través de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, se publicó un documento para atender las dudas más frecuentes de los inversores.
- Otros asuntos destacados en 2008 han sido: la evolución en la cotización de ciertos valores, la información aparecida en prensa sobre una posible compra de Laboratorios Almirall, S.A. o la fusión entre Europistas Concesionaria Española, S.A. e Itínere Infraestructuras, S.A. y los posteriores comunicados difundidos sobre compromisos de aumento de difusión y liquidez del valor en bolsa o, en caso contrario, exclusión de la sociedad de cotización.
- En relación con las consultas sobre instituciones de inversión colectiva, hay que hacer referencia este año a las motivadas por los anuncios efectuados por las gestoras y que afectan a la valoración del patrimonio y, en consecuencia, al valor liquidativo.
- El anuncio realizado por la gestora del fondo de inversión inmobiliario Santander Banif Inmobiliario FII, de efectuar una tasación adicional para adecuar el valor del fondo a la realidad del mercado, de acuerdo con el comunicado de la gestora. También, el anuncio por parte de la gestora de Segurfondo Monetario, FI de modificar el criterio de valoración utilizado hasta ese momento debido a la reducción de la liquidez de determinados mercados de activos y a las importantes peticiones de reembolso.
- Por último es preciso mencionar las consultas que, aunque no de una manera especial en 2008 sí de forma permanente, venían planteando los inversores referidas sobre unas herramientas cada vez más populares entre los inversores particulares, los sistemas de *trading* automatizados (STA).

Considerando la amplia gama de herramientas disponibles en el mercado, con diferentes características y alcance en su operativa, se publicó un documento para divulgar algunas recomendaciones de interés para los usuarios. El documento enfatiza la necesidad de que los inversores valoren adecuadamente su alcance, funcionamiento y características antes de decidir su uso y de que se sientan capaces de realizar el seguimiento que esta operativa requiere y de asumir los riesgos que conlleva. También subraya que su utilización no es recomendable para inversores poco experimentados.

El siguiente cuadro recopila los diferentes documentos interpretativos de interés para los inversores, publicados en respuesta a los temas de actualidad que han suscitado mayor número de consultas entre los inversores a lo largo de 2008.

Preguntas y respuestas sobre los efectos prácticos de la MiFID para los inversores minoristas.

Efectos de la situación de Lehman Brothers para los inversores españoles.

Preguntas y respuestas sobre los sistemas de *trading* automatizado (STA).

Preguntas y respuestas sobre los sistemas de indemnización de los inversores.

Preguntas y respuestas sobre el efecto del fraude de Bernard Madoff en los inversores españoles.

Información sobre las participaciones preferentes que emitirá el Grupo Santander.

Preguntas y respuestas sobre las medidas adoptadas por la gestora de Santander Banif Inmobiliario FII.

Fuente: CNMV.

12.1.2. 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 de la entidad en el plazo de dos meses o si ésta no le resulta satisfactoria puede acudir a la OAI, que se encarga de atender las reclamaciones de los inversores de forma rápida y gratuita.

La OAI cuenta desde este año con una instrucción interna que recoge el procedimiento de atención de reclamaciones de inversores en el ámbito de la CNMV, que era el que en la práctica se venía siguiendo. En términos generales coincide con el establecido en el Reglamento de los comisionados para la defensa del cliente de los servicios financieros.

Datos relevantes del ejercicio

En 2008, el 47,4% de las reclamaciones se resolvieron en un plazo inferior a cuatro meses desde su presentación ante la CNMV. No obstante, dado el aumento registrado en los últimos meses del año, de las 1.058 reclamaciones recibidas, al cierre del ejercicio se hallaban en trámite 390 reclamaciones.

A lo largo de 2008 el número de reclamaciones resueltas con informe de la OAI creció un 18,7% en relación al año anterior. Simultáneamente se ha mantenido la tendencia del año anterior a la reducción del porcentaje de reclamaciones no admitidas como consecuencia de la mejora en el cumplimiento de los requisitos formales de presentación de las mismas.

En el apartado de reclamaciones resueltas resulta especialmente destacable el aumento del número de informes favorables al reclamante (crecen un 28% respecto al año anterior). El conjunto de avenimientos y desistimientos crece un 47% y, junto con los informes a favor del reclamante, representan casi la mitad de las resoluciones.

El número de expedientes trasladados a otros organismos supervisores como el Banco de España o la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, en apli-

cación 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, también creció, aunque su peso en el conjunto de reclamaciones tratadas a lo largo del año es menor que en 2007.

Distribución comparada de las reclamaciones según tipo de resolución CUADRO 12.4

	2007		2008		% var. 08/07
	Número	% s/ total	Número	% s/ total	
Resueltas	610	77,4	724	80,3	18,7
Informe favorable al reclamante	176	22,3	226	25,1	28,4
Informe desfavorable al reclamante	342	43,4	367	40,7	7,3
Informe sin pronunciamiento	7	0,9	10	1,1	42,9
Avenimiento	76	9,6	112	12,4	47,4
Desistimiento	9	1,1	9	1	0
No resueltas	178	22,6	178	19,7	0
Competencia de otros organismos	39	4,9	41	4,5	5,1
No admitidas	139	17,6	137	15,2	-1,4
Total reclamaciones tratadas	788	100,0	902	100	14,5
Total presentadas	809	—	1.058	—	30,8

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 generalización del uso de sus redes comerciales para la contratación de productos y servicios financieros entre el colectivo de inversores minoristas. El 92,5% del total corresponde a incidencias con este tipo de entidades, en especial con bancos (69,3% del total de las reclamaciones contra entidades de crédito), que reciben tres veces más que las cajas de ahorros (21,3%). Las sociedades cooperativas de crédito reciben un número mucho menor de reclamaciones (1,9%).

De las 90 entidades contra las que se presentaron reclamaciones, 69 eran entidades de crédito, 11 empresas de servicios de inversión y 10 sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva. No obstante lo anterior, en 2008 sólo 26 entidades fueron objeto de cinco o más reclamaciones resueltas, de las cuales 11 sobrepasaron las 15 reclamaciones.

Seguimiento de las rectificaciones de las entidades

En 2008 se ha continuado con la labor iniciada a lo largo del año 2007 de 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 ha solicitado a la entidad reclamada información y justificación documental de las actuaciones practicadas en caso de rectificación de acuerdo con las conclusiones del informe. A estos efectos, se considera que una actuación incorrecta ha sido rectificadas 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

**Tipo de entidades contra las que se dirigen las reclamaciones
y tipo de resolución en 2008**

CUADRO 12.5

	Favorables al reclamante		Desfavorables al reclamante				Sin pronunc.		Total	
	% var.		N.º	%	Aven. + Desis.		N.º	%	N.º	%
	N.º	08/07			N.º	%				
Ent. de crédito	204	28,2	343	47,3	113	15,6	10	1,4	670	92,5
Bancos	158	21,9	246	33,9	90	12,4	8	1,1	502	69,3
Cajas de ahorros	42	5,8	91	12,6	20	2,8	1	0,1	154	21,3
Coop. de crédito	4	0,5	6	0,8	3	0,4	1	0,1	14	1,9
ESI	11	1,5	11	1,5	5	0,7	0	0	27	3,7
SGIIC	11	1,5	13	1,8	3	0,4	0	0	27	3,7
Otros	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total	226	31,3	367	50,7	121	16,7	10	1,4	724	100

Fuente: CNMV.

para evitar la repetición de esa actuación incorrecta en el futuro. Cuando la entidad no responde en el plazo fijado, el expediente se considera no rectificado a efectos estadísticos.

A nivel agregado puede indicarse que de las 226 reclamaciones cerradas con informe favorable al reclamante, en el 34,1% de las ocasiones las entidades han rectificado su actuación según los criterios anteriormente aludidos (devolución de 80.800,38 euros a los reclamantes); mientras que en un 65,9% de las ocasiones no han contestado o lo han hecho para discrepar de lo expuesto por la CNMV.

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 incentivar la prevención de malas prácticas y actuaciones incorrectas y de favorecer la adopción de medidas para su corrección y evitar la repetición por parte de las entidades.

Reclamaciones más frecuentes

Las reclamaciones resueltas por la CNMV a lo largo de 2008 se clasifican en dos grandes grupos: las que reflejan incidencias relativas a la prestación de servicios de inversión —órdenes, comisiones y obligaciones de información derivadas de la administración de valores— con un 53,7%, y las referidas a incidencias relativas a fondos de inversión —información, aplicación de valores liquidativos, traspasos, ejercicio de derechos, etc.—, con un 46,3% del total.

Se mantiene, por lo tanto, el esquema del año anterior en cuanto a casuística de las reclamaciones, aunque reduciéndose la distancia entre ambos grupos, dado que ha aumentado el peso porcentual de las reclamaciones relacionadas con instituciones de inversión colectiva.

A lo largo de 2008 se han recibido reclamaciones de temática variada, pero por su trascendencia y carácter novedoso o recurrente, las especialmente significativas son las siguientes:

- Gran parte de las quejas están relacionadas con la rápida y enorme proliferación de productos complejos dirigidos a los inversores minoristas. La adversa situación de los mercados ha dado lugar a buen número de reclamaciones sobre posibles malas prácticas en su comercialización, en la información suministrada antes, durante y después de su contratación y en el asesoramiento suministrado por el comercializador.

La complejidad de estos productos dificulta su valoración y la determinación de su precio en la medida en que carecen de un mercado líquido, profundo y transparente. En este sentido, cabe destacar algunas malas prácticas observadas en determinadas entidades que han venido informando periódicamente a sus clientes de un valor de mercado constante igual al valor nominal de la emisión, sin reconocer las pérdidas latentes derivadas de la evolución de los mercados.

- En el último trimestre del año ha sido especialmente intensa la presentación de reclamaciones relacionadas con la información suministrada por las entidades durante el proceso de venta y contratación de productos financieros estructurados como, por ejemplo, activos emitidos por sociedades del grupo Lehman Brothers, entidad cuya quiebra ha generado problemas a numerosos inversores españoles.

No obstante, la problemática generada por la comercialización de instrumentos financieros en todo el territorio europeo con un único pasaporte y la normativa común en materia de ofertas públicas de venta, que en muchos casos exime de la obligación de registrar un folleto informativo en la CNMV, no es exclusiva del caso Lehman Brothers, sino que resulta común a esta categoría de productos y a una gran parte de las operaciones efectuadas antes de la transposición de la MiFID a nuestro ordenamiento.

En estos casos se han podido constatar diferencias entre las distintas entidades colocadoras de estos productos en lo que respecta al contenido de la información suministrada a los clientes, tanto en el momento de la compra del producto como a posteriori, a través de los extractos informativos periódicos.

Distribución por materia de reclamaciones resueltas en 2008

CUADRO 12.6

	2007		2008	
	Número	% s/ total	Número	% s/ total
Prestación de servicios de inversión	338	55,6	389	53,7
Recepción, transmisión y ejecución de órdenes	173	28,5	201	27,8
Información suministrada al cliente	96	15,8	112	15,5
Comisiones y gastos	59	9,7	59	8,1
Otros	10	1,6	17	2,3
Fondos de inversión y otras IIC	272	44,4	335	46,3
Información suministrada	114	18,7	96	13,3
Suscripciones/Reembolsos	65	10,4	103	14,2
Trasposos	54	8,9	88	12,2
Comisiones y gastos	39	6,4	48	6,6
Total reclamaciones resueltas	610	100	724	100

Fuente: CNMV.

La calidad de la información ofrecida, junto con la adecuación del producto al perfil del cliente y el modo en que se hubiera formalizado la operación, es el aspecto determinante del sentido de las resoluciones.

- En 2008 han vuelto a estar muy presentes las reclamaciones relacionadas con retrasos en la ejecución de órdenes de valores admitidos a cotización en el Mercado AIAF; incluso, en muchos casos, lo que se ha planteado ha sido directamente la falta de ejecución de esos mandatos de venta.

Con carácter general se ha considerado que, conforme a su política de ejecución de órdenes —en la que debería incluirse la operativa con este tipo de activos—, una actuación adecuada por parte de la entidad depositaria que ha recibido la instrucción de venta de las participaciones u obligaciones de su cliente requiere la búsqueda de una contrapartida para la orden a través de todos los medios razonables a su alcance. Este proceso debe llevarse a cabo sin discriminaciones entre clientes y sin conflictos de interés: búsqueda de las mejores posiciones compradoras a través de su sistema interno de cruce de órdenes y, en su defecto, acudir a la entidad proveedora de liquidez para la emisión.

- Como viene siendo habitual desde que se introdujo la reforma legal por la que se hacía posible el traspaso entre instituciones de inversión colectiva sin coste fiscal, las incidencias relacionadas con las operaciones de traspaso entre instituciones de inversión colectiva también han sido frecuentes y reiteradas:
 - Retrasos injustificados en situaciones en las que se produce la coincidencia entre la entidad comercializadora de origen y la de destino, aunque las instituciones de inversión colectiva sean de diferentes gestoras, y que acaba teniendo su reflejo en los valores liquidativos asignados a las suscripciones y reembolsos.
 - Rechazo de traspasos de fondos de inversión por las entidades de destino en casos en los que concurre un defecto atribuible a la entidad de origen, ya sea en términos de información fiscal transmitida, importes consignados, etc.
 - Rechazo de traspasos por deficiencias en las solicitudes u otras circunstancias previstas en la norma, por ejemplo, no reunir el número mínimo de partícipes y que, en principio, podrían considerarse imputables a la entidad de destino.
 - Distinción entre la antigüedad de la posición del partícipe en el fondo —fecha de alta en el libro registro de partícipes a efectos de aplicación de comisiones— y la antigüedad de la misma a efectos fiscales —en términos de cálculo de plusvalías y aplicación, en su caso, de retenciones—, lo que tiene especial incidencia en el caso de traspaso de fondos en los que la aplicación de la comisión de reembolso se fija en función del tiempo transcurrido como partícipe.
- También han de reseñarse, por su persistencia temporal, aquellas reclamaciones relacionadas con los contratos de permuta financiera de tipos de interés. Dado que se trata de *swaps* de tipo de interés que no guardan relación formal o contractual con ningún otro producto bancario o valor suscrito previamente, se interpreta que nos encontramos ante un producto derivado complejo.

Las reclamaciones, al igual que en el año anterior, estuvieron motivadas por deficiencias en la formalización de los documentos de contratación o por ausen-

cia de información relevante sobre sus condiciones de cancelación anticipada en operaciones que, en todos los casos, fueron previas a la transposición de la MiFID.

No en vano este tipo de productos derivados, cuando no están vinculados a algún producto bancario, deben ser considerados complejos, por lo que desde noviembre de 2007 su comercialización debe ajustarse a las cautelas que la MiFID establece para estas operaciones.

- Asimismo, destacan las reclamaciones relacionadas con actuaciones supuestamente incorrectas en materia de información de carácter esencial que se ofrece a los clientes a través de los servicios de operativa por Internet: identificación incorrecta de emisiones, falta de actualización de herramientas ofrecidas al cliente para operar, déficit en la información sobre el estado de tramitación de órdenes, etc. Esta actuación incorrecta en algunos casos puede llegar a tener reflejo en los extractos informativos remitidos al partícipe y en la información ofrecida a través del servicio de banca telefónica.

Junto a estos grupos de reclamaciones, deben mencionarse también aquellas que resultan reiterativas respecto a años anteriores y que son propias de la actividad de prestación de servicios de inversión. Específicamente:

- Incidencias relacionadas con la información que las entidades deben proporcionar a sus clientes sobre sus inversiones y que acaban motivando reclamaciones en las que no siempre se puede concluir si ha existido una actuación incorrecta por falta de pruebas:
 - retrasos en la remisión de estados de posición en fondos de inversión,
 - errores o falta de envío de información fiscal,
 - no entrega en tiempo y forma de los extractos de liquidación de operaciones o de los extractos periódicos de estado de cuentas,
 - déficit en la información sobre el modo de cursar instrucciones en operaciones corporativas (opas o ampliaciones de capital) o sobre el ejercicio de derechos políticos (asistencia a Junta de accionistas, delegación o agrupación de voto, etc.),
 - no mantenimiento de los justificantes de órdenes y los contratos.
- Reclamaciones relativas a la tramitación y ejecución de órdenes de valores, tanto en la operativa con fondos de inversión, como con otro tipo de activos:
 - incumplimientos de los plazos de vigencia o del precio límite establecido como condición para la ejecución de la orden,
 - retrasos en la ejecución de órdenes y mandatos, como por ejemplo los cambios de titularidad por testamentaria,
 - incidencias en materia de régimen de disponibilidad por parte de los titulares de una cuenta de valores,
 - incidencias con derechos de suscripción preferente de acciones en el marco de ampliaciones de capital de sociedades cotizadas,

- repercusión de comisiones con las que no se está de acuerdo o sobre las que el cliente considera que no ha sido informado,
 - dilaciones en los plazos de resolución de contratos de gestión de carteras,
 - incidencias relacionadas con la actuación de las entidades depositarias ante supuestos en los que el cliente no haya cursado instrucciones específicas —ampliaciones de capital, opas de exclusión—.
- Por último, cabe citar las reclamaciones por la actuación de agentes de bancos y empresas de servicios de inversión relacionadas con la firma de órdenes en blanco, firma de órdenes después de la ejecución de las operaciones, comisiones, información, etc.

12.1.3. Denuncias

Durante el año 2008 se presentaron en la CNMV seis denuncias formuladas por inversores particulares, de las cuales tres se dirigieron contra entidades bancarias (en su actividad relacionada con el mercado de valores), otras dos contra ESI y una contra una sociedad emisora. Hay que resaltar que las denuncias se han reducido significativamente respecto a 2007, cuando se presentaron 15, que se repartieron equitativamente contra la actuación de entidades bancarias, de ESI y de empresas con valores cotizados.

Denuncias realizadas en 2008		CUADRO 12.7
Entidades contra las que se denuncia		N.º de denuncias
Bancos		3
Sociedades y agencias de valores		2
Emisores de valores /sociedades cotizadas		1
Total		6
Contenido de las denuncias		N.º de denuncias
Operaciones mercado		2
Instituciones de Inversión Colectiva		1
Normas de conducta		3
Total		6
Situación de las denuncias a 31-12-2008		N.º de denuncias
En trámite		4
Archivadas		2
Total		6

Fuente: CNMV.

La materia sobre la que trataron las denuncias se refirió mayoritariamente —tres denuncias— al presunto incumplimiento de normas de conducta (irregularidades en la actuación de un representante, falta de información a clientes en relación con los conflictos de interés e insuficiencia de medidas de control interno). Por otro lado, dos denuncias versaron sobre operaciones de mercado que afectaron a inversores minoristas —en una colocación de acciones y en una ampliación de capital— y, por

último, se presentó una denuncia relacionada con irregularidades en la suscripción de un Fondo de Inversión.

Por lo que respecta al estado de tramitación, a 31 de diciembre de 2008 y tras la realización, en cada caso, de las oportunas actuaciones llevadas a cabo por los servicios competentes de la CNMV, se encontraban resueltas dos de las seis denuncias presentadas, sin que ninguno de los casos resueltos hubiese originado la incoación de expediente sancionador, todo ello con independencia de las actuaciones supervisoras específicamente realizadas como consecuencia de la presentación de las denuncias.

12.2 Formación e información al inversor

Durante 2008 se ha desplegado una intensa actividad de formación y de divulgación a los inversores. Junto a los trabajos desarrollados con el Banco de España en el Plan de Educación Financiera, este año se ha realizado un importante esfuerzo en el desarrollo de nuevas publicaciones y se ha reforzado la participación activa en cursos, ferias y jornadas dirigidas tanto al pequeño inversor como a organismos que están en permanente contacto con aquellos, como son las Oficinas Municipales de Consumo.

12.2.1. Plan de Educación Financiera

Tras la puesta en marcha del Plan de Educación Financiera se inició la fase de desarrollo que también abarcará el conjunto del año 2009, en el que irán viendo la luz las diferentes iniciativas del Plan. Las líneas de trabajo iniciadas en esta fase comprenden la elaboración de materiales didácticos, instrumentos divulgativos en varios soportes, principalmente accesibles a través de nuevas tecnologías, y la realización de un portal que se constituya en referencia obligada para toda persona que tenga interés en mejorar su cultura financiera.

Durante este periodo también se ha trabajado para completar los acuerdos de colaboración con otras instituciones como el Ministerio de Educación, el Instituto Nacional de Consumo y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones.

La educación financiera en las escuelas

En mayo de 2008 se presentó el Plan de Educación Financiera para el periodo 2008-2012, promovido por la CNMV y el Banco de España. Este proyecto es muy ambicioso en su alcance y objetivos, pues pretende mejorar la cultura financiera de todos los segmentos de población, estudiantes y adultos.

Este objetivo cobra especial relevancia en el actual contexto de crisis financiera global. Aunque su impulso y puesta en marcha ya estaba decidido con anterioridad, la actual crisis ha acrecentado la importancia de mejorar la cultura financiera de la población como vía para favorecer un consumo financiero más responsable, basado en decisiones informadas y adecuadas a las circunstancias y necesidades de quien las toma, y para reforzar su confianza en el sistema financiero.

Especial importancia cobra la formación en edades tempranas, de acuerdo con las recomendaciones internacionales sobre la conveniencia de que el currículo escolar incluya nociones específicas y, en general, para que los conocimientos financieros se integren de manera eficaz en la realidad cotidiana de los más jóvenes.

Por ello, se está trabajando en colaboración con las autoridades educativas para la consecución del objetivo de incorporar en los planes de estudios las materias financieras y, en paralelo, poner en marcha iniciativas específicas que encajen en los planes de estudios vigentes. De este modo se hará llegar en un plazo más corto la educación financiera a los alumnos de primaria, secundaria, bachillerato y formación profesional.

La colaboración con el Ministerio de Educación se centrará en tres ámbitos principales:

- La identificación de las necesidades formativas de los estudiantes según su grupo de edad, con particular énfasis en los conceptos de ahorro, inversión y endeudamiento, así como en el desarrollo de competencias básicas relacionadas con los procesos de contratación de productos financieros.
- La definición de las herramientas más eficaces para garantizar el interés y la motivación, tanto de los alumnos como del profesorado, de forma que se consiga el mayor aprovechamiento de las acciones formativas. Se prestará especial atención a aquellas iniciativas que favorezcan la interacción y la participación.
- La puesta en marcha de experiencias piloto de las acciones formativas en la red de centros dependiente directamente de la gestión del Ministerio, y en las Comunidades Autónomas que lo deseen, desde el inicio del curso 2009-2010.

12.2.2. El Rincón del Inversor

El Rincón del Inversor es la zona de la página web de la CNMV destinada a los inversores. Desde su lanzamiento en 2003 ha sido objeto de mejoras en sus contenidos y en las herramientas para facilitar a los inversores la búsqueda y comparación de información relevante para la toma de decisiones de inversión.

Entre las mejoras realizadas en 2008, destacan especialmente:

- El lanzamiento del primer curso interactivo por Internet, al que se puede acceder de forma gratuita. Se trata de un programa de enseñanza sobre fondos de inversión. El curso está estructurado de forma que resulta útil tanto para los inversores ya familiarizados con los fondos como para aquellos que desconocen este tipo de productos. Incluye numerosos ejemplos y ejercicios prácticos interactivos, así como un test de autoevaluación al final de cada tema.
- La sección “Novedades” ha adquirido un importante protagonismo. Su finalidad es informar sobre temas de actualidad que interesan a los inversores, especialmente a los minoristas. Entre las noticias publicadas en 2008 destacan:

- Las medidas excepcionales adoptadas en relación con la crisis financiera y el aumento de la cobertura de los sistemas de indemnización de los inversores.
 - La aparición en el mercado de nuevos productos destinados a minoristas, como son las cuotas participativas.
 - El lanzamiento de emisiones para minoristas con advertencias de la CNMV en cuanto a su limitada liquidez y dificultades de valoración, como las participaciones preferentes.
 - La publicación de nuevos documentos, fichas o guías para el inversor y las respuestas a las preguntas más frecuentes planteadas por los inversores.
 - La incorporación de la CNMV a FIN-NET y los principales eventos dirigidos a inversores.
- La creación de nuevas secciones, como la dedicada a la MiFID o al Plan de Educación Financiera.
 - A lo largo de 2008 se ha trabajado en el desarrollo de un buscador de comisiones (donde se podrá consultar las diferentes comisiones cobradas por los diferentes intermediarios financieros), que está previsto vea la luz a lo largo de 2009. Este comparador se unirá al ya existente de entidades registradas y al de fondos de inversión.
 - También en el ejercicio 2008 se ha trabajado en el desarrollo de dos nuevos programas interactivos, uno sobre “operativa en los mercados” y otro sobre “toma de decisiones de inversión” que se lanzarán en 2009.

12.2.3. Nuevos servicios de la OAI

El desarrollo de un nuevo Portal del Inversor, que sustituirá al actual Rincón, más intuitivo y con una estructura más amigable, así como el desarrollo de una nueva imagen para la Oficina de Atención al Inversor, adaptada a la imagen corporativa de la CNMV, han sido también proyectos desarrollados a lo largo de 2008 que verán la luz en 2009.

La redefinición de la web para el inversor permitirá mejoras para la búsqueda y para el acceso de la información, así como una mayor efectividad en la difusión de criterios, recomendaciones y buenas prácticas. Adicionalmente, incluirá herramientas útiles para la toma de decisiones de inversión, un aula virtual y enlaces de interés para los inversores.

El uso cotidiano de Internet y de la telefonía móvil por parte del pequeño inversor ha permitido desarrollar dos nuevos servicios adaptados a dichas tecnologías, que por un lado facilitan la accesibilidad a la información y, por otro, mejoran los tiempos en la difusión. Se trata de un boletín electrónico y un servicio de alertas a través de SMS, que estarán plenamente en funcionamiento en 2009. La suscripción a dichos servicios será gratuita.

El boletín que se difundirá en formato electrónico contendrá información de interés para los inversores e incluirá criterios, nuevas publicaciones, documentos interpretativos, eventos, así como advertencias que pudieran ser de relevancia. Se prevé

su publicación con una periodicidad trimestral. Esta iniciativa se completará con un servicio de alertas por SMS que permitirá a sus usuarios conocer en tiempo real la incorporación de información de interés en el Portal.

12.2.4. Actividades divulgativas

Publicaciones para inversores

Las fichas y guías tratan de mostrar al inversor no profesional de una forma sencilla y cercana el funcionamiento de los mercados, los agentes que intervienen en ellos, así como los diferentes productos y servicios que se comercializan. En 2008 ha crecido por encima del 20% el número de suscriptores que reciben las nuevas publicaciones en sus domicilios sin necesidad de petición expresa, superando ya la cifra de 12.000 personas.

Las fichas y guías se encuentran disponibles en la web de la CNMV (www.cnmv.es), tanto en castellano como en inglés (véase en el cuadro 12.8 la relación de títulos disponibles). En algún caso se han traducido también a las lenguas cooficiales. Se pueden solicitar, de forma gratuita, llamando al teléfono 902 149 200.

Fichas y guías del inversor

CUADRO 12.8

Colección de fichas del inversor	Colección de guías del inversor
Los contratos por diferencias (CFD)	Sus derechos como inversor. Descubra la protección que le da la MiFID
Fondos de inversión garantizados	Los chiringuitos financieros
Nuevos tipos de fondos de inversión	Protección del inversor: servicios de reclamaciones
Warrants y turbowarrants	Los productos de renta fija
Fondo de garantía de inversiones (FOGAIN)	Los fondos de inversión y la inversión colectiva
Tarifas y comisiones por servicios de inversión	Opciones y futuros
Las opas: qué son y cómo actuar	Las órdenes de valores
Los fondos cotizados, ETF	Las empresas de servicios de inversión
Las ofertas públicas de acciones, OPV/OPS	
Trasposos entre fondos de inversión	
Servicios de la CNMV para los inversores	
Cómo reclamar en el ámbito de los servicios financieros	

Fuente: CNMV.

A lo largo de estos años se ha podido constatar que la publicación de fichas y guías del inversor es un servicio muy valorado por los inversores, por lo que uno de nuestros objetivos es darles la mayor difusión posible. En este sentido, la CNMV promueve la firma de convenios de colaboración con entidades interesadas en su distribución, con la condición de que ésta resulte gratuita para el inversor. En el año 2008 se han firmado 35 acuerdos de colaboración, lo que representa un incremento, respecto al año 2007, de más del 10%.

En los diferentes actos en los que interviene la Oficina de Atención al Inversor (cursos, charlas, ferias, etc.) se han dado a conocer las diferentes publicaciones, proporcionando una carpeta con la colección completa de fichas y guías a todos los asistentes.

Fichas y guías del inversor: número de acuerdos de colaboración y ejemplares distribuidos

CUADRO 12.9

	Acuerdos de colaboración		Número de ejemplares distribuidos			
			Fichas		Guías	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Mercados: Bolsas y MEFF	5	5	46.180	5.800	5.775	5.850
Inversores (petición directa a la Oficina de Atención al Inversor)	—	—	128.111	52.250	32.206	45.016
Asociaciones de consumidores	11	15	3.550	1.220	500	1.714
Entidades del mercado de valores	187	196	20.423	52.558	11.528	32.133
Sociedades de valores	30	31	3.240	10.580	1.495	5.280
Agencias de valores	44	45	4.315	7.405	1.390	4.808
SGC	18	20	4.678	1.800	1.564	1.822
SGIIC	89	92	7.992	31.173	7.005	18.943
Sucursales entidades extranjeras	6	8	198	1.600	74	1.280
Entidades de crédito	88	105	88.218	27.296	19.066	92.296
Universidades y otros centros docentes	38	39	3.025	3.064	4.120	2.338
Otros	—	4	—	11.888	828	16.267
Total	329	364	289.507	154.076	74.023	195.614

Fuente: CNMV.

Especialmente destacable resulta el alto grado de aceptación que tuvo la guía *Sus derechos como inversor. Descubra la protección que le da la MiFID*, publicada a principios de 2008, que ha alcanzado una distribución superior a los 122.000 ejemplares, 5.000 de ellos en catalán.

Encuentros con inversores

A lo largo del año 2008, la CNMV ha participado en 41 actos a lo largo de la geografía española, frente a los 26 actos del año 2007, lo que pone de relieve el importante esfuerzo realizado para dar a conocer los servicios de la CNMV y fomentar la educación financiera de los inversores.

Este tipo de encuentros se realiza en colaboración con diferentes instituciones, públicas y privadas: administraciones públicas, instituciones docentes, colegios y asociaciones profesionales, entidades financieras y medios de comunicación. Los destinatarios de estas jornadas fueron inversores/consumidores, profesionales de consumo, estudiantes y entidades financieras, entre otros.

De los diferentes actos, cabe destacar por su especial interés:

- Las jornadas sobre “Protección del consumidor en el ámbito financiero y de la inversión”, que se organizaron dentro del marco de colaboración con el Instituto Nacional de Consumo y las direcciones generales de consumo de las Comunidades Autónomas de Baleares y País Vasco. Se trataron temas como: la planificación financiera personal, cautelas y prevención ante estafas y fraudes, los fondos de inversión, las opas, los sistemas de resolución de conflictos en el ámbito financiero y la problemática de las tarifas y comisiones por servicios de inversión.

- La jornada organizada por la Oficina Municipal de Información al Consumidor de Móstoles, donde se reflexionó sobre el consumidor como inversor y usuario de servicios financieros.
- La participación en el ciclo sobre “Claves y soluciones para sus inversiones en tiempo de crisis”, que tuvo lugar en León, organizada por Inversis y el *Diario de León* y donde se trató el impacto de la crisis para los inversores y la importancia de la educación financiera como principal fuente de protección para los inversores.
- La presentación del Plan de Educación Financiera en la convención sobre Responsabilidad Social Corporativa organizada por la CECA, que tuvo lugar en La Coruña.
- La 10ª Convención del Servicio de Atención al Cliente de Cajas de Ahorros organizada por la CECA, donde se impartió la conferencia “Aplicación práctica de las reclamaciones recibidas en la CNMV por temas relacionados con la MIFID”.
- El 2º Curso sobre la Protección del Cliente de Servicios Financieros, organizado por el Banco de España para los organismos supervisores del área latinoamericana.
- La participación en los cursos de formación del Cuerpo Nacional de Policía en relación con los procedimientos de reclamación en el ámbito financiero.
- La colaboración anual en el seminario para magistrados organizado por el Consejo General del Poder Judicial y Bolsas y Mercados Españoles.
- La colaboración de carácter anual con la Universidad Nacional de Educación a Distancia (UNED) en sus cursos de verano con una semana dedicada a “Bolsa y Mercados Financieros”.
- Al igual que en años anteriores, la CNMV estuvo presente en las ferias de bolsa y mercados financieros, Bolsalia (Madrid) y Borsadiner (Barcelona). En esas ocasiones, la CNMV atendió casi 800 consultas de pequeños inversores y se distribuyeron más de 23.000 fichas y 10.250 guías.

Participación en medios de comunicación

Entre las actividades de divulgación es preciso mencionar la publicación de diversos artículos tanto en prensa como en medios especializados, así como la realización de entrevistas para cadenas de radio y prensa económica y generalista tanto de ámbito nacional como local sobre la nueva normativa MiFID, el plan de educación financiera y las actividades de la CNMV para favorecer la mejor formación y protección de los inversores.

Colaboración con otros organismos

En abril de 2008 se firmó un acuerdo de colaboración con CERMI (Comité Español de Representantes de Personas con Discapacidad). En virtud de este convenio, la CNMV fomentará la inserción laboral de las personas con discapacidad, dotará de

accesibilidad a su página web y desarrollará contenidos formativos para que se tengan en cuenta las necesidades de las personas con discapacidad.

La creciente colaboración, a lo largo de 2008, con el INC (Instituto Nacional de Consumo) es una realidad que, sin duda, se verá reforzada a lo largo de 2009. La participación de la CNMV en las diferentes jornadas organizadas por el INC es considerada una actividad fundamental para cumplir con el objetivo marcado de fomentar el conocimiento financiero, tanto de los consumidores de servicios financieros como de aquellos técnicos de consumo que están en contacto directo con ellos.

12.2.5. Cooperación internacional

Dentro de las actividades internacionales debe destacarse la incorporación durante 2008 a la red europea FIN-NET y a su comité de seguimiento, así como a la red de educación financiera promovida por la OCDE.

- Como se ha señalado anteriormente, la red FIN-NET promovida por la Comisión Europea tiene como principal objetivo favorecer el acceso de los inversores a procedimientos de reclamación extrajudicial en caso de disputas transfronterizas, mediante la cooperación y el intercambio de información entre los organismos encargados de su tramitación en cada país.

En las reuniones celebradas este año, la CNMV ha participado con dos presentaciones: la primera sobre los trabajos de CESR, *CESR's recent developments stepping towards convergence*, y la segunda sobre la actividad de la OAI, *CNMV's Investors Assistance Office. Attending enquiries and complaints of investors*.

Entre los temas tratados, ha tenido especial protagonismo la crisis financiera y su impacto sobre los inversores, derivado de la creciente comercialización de productos complejos, así como las reclamaciones derivadas de la quiebra de Lehman Brothers o del fraude de Madoff.

- La OCDE, uno de los organismos internacionales que más ha incidido en la necesidad de promover la educación financiera de los ciudadanos, ha organizado una red dirigida a organismos públicos involucrados en la educación financiera, con el fin de facilitar el intercambio de experiencias e información. También ha lanzado un portal, www.financial-education.org, con el mismo fin.

La CNMV, junto con el Banco de España y el Ministerio de Economía y Hacienda, es miembro de esta red y ha contribuido en diversas iniciativas, como los cuestionarios sobre las recomendaciones y principios de la OCDE en educación financiera y la educación financiera en el contexto de la crisis financiera.

Por lo que se refiere a la participación en grupos y foros como CESR, IOSCO y otros supervisores extranjeros, cabe destacar las siguientes actividades:

- La CNMV participó de forma activa en el desarrollo de la primera publicación de CESR dirigida a los consumidores, *A consumer's guide to MIFID. Investing in financial products*. Su presentación pública en París coincidió con el lanzamiento de la versión española de esta guía, publicada bajo el título *Sus derechos como inversor: descubra la protección que le da la MiFID*.

- Participación activa en el subgrupo de intermediarios que durante este año ha desarrollado temas clave de la MiFID, como los incentivos, la mejor ejecución y los conflictos de interés, y ha organizado talleres de trabajo con la industria, especializada tanto en el mercado mayorista como en el minorista.

Durante este año se ha colaborado en la construcción de una nueva zona de la web de CESR destinada a los inversores, el *Investor Corner*, y se ha participado en consultas públicas como la relativa al nuevo folleto simplificado para UCITS.

- Participación en la segunda conferencia anual de la red internacional de sistemas alternativos de resolución de disputas en el ámbito financiero, INFO. Los temas de mayor relevancia que se abordaron en la reunión de 2008 fueron el impacto de la crisis económica en la actividad de los *ombudsmen* y el intercambio de experiencias en materia de inversiones inapropiadas.

12.3 Publicidad de productos y servicios de inversión

La publicidad cumple la función de dar a conocer a los inversores la oferta de productos y servicios de inversión de las entidades. Por su naturaleza, los mensajes publicitarios presentan los productos de la forma más atractiva posible, por lo que las posibles desventajas o limitaciones pueden pasar desapercibidas. Pueden, además, inducir a confusión o generar expectativas poco realistas en los inversores, si no van acompañados de las advertencias precisas.

La aprobación de la normativa española que transpone la directiva MiFID ha consolidado los criterios que ya se venían aplicando en la revisión de las campañas publicitarias que las entidades financieras someten voluntariamente a la CNMV. Este servicio ha adquirido mayor relevancia cuando la propia norma ha exigido a todos aquellos que prestan servicios de inversión que sus informaciones, incluidas las comunicaciones publicitarias, dirigidas a clientes minoristas o potenciales clientes, sean imparciales, claras y no engañosas. Así, la CNMV traslada a todas las entidades el mensaje de que la consulta de la información oficial de los productos es imprescindible antes de tomar una decisión de inversión.

El total de campañas revisadas previas a su difusión en 2008 fue de 282, lo que ha supuesto un descenso del 27,92% respecto del año 2007, como consecuencia del menor número de productos emitidos al mercado durante el año dadas las adversas condiciones de los mercados.

Nuevamente, las campañas vinculadas a la comercialización de fondos de inversión fueron las más habituales, representando el 50% del total. Por otro lado, frente a las diez salidas a Bolsa de 2007, en el año 2008 sólo ha habido una salida, las cuotas participativas de la Caja de Ahorros del Mediterráneo.

Las campañas publicitarias de productos sofisticados y comercializados en España a través de pasaporte comunitario ascendieron a 63, lo que representó un 22% sobre el total. La revisión de estas campañas es especialmente importante, debido a que muchas veces constituyen la única fuente de información para los potenciales inversores.

La creciente variedad de productos, su complejidad y la mayor competencia entre entidades hacen que la publicidad tenga gran influencia en los inversores. Por ello,

Número de campañas publicitarias revisadas por la CNMV

CUADRO 12.10

	Análisis previo		Control posterior		Total	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008
IIC	217	141	6	0	223	141
IIC extranjeras	2	6	0	0	2	6
Emisiones y OPV	136	97	4	1	140	98
Servicios financieros	29	38	0	1	29	39
Total	384	282	10	2	394	284

Fuente: CNMV.

las diferentes normas y procedimientos de control y revisión que se aplican en los sectores bancario, de valores y de seguros, junto con la proliferación de productos sustitutivos con el mismo perfil de riesgo y rentabilidad para el inversor minorista, aconsejan avanzar en la homogeneización de la regulación, los códigos de conducta y los procedimientos de control.

12.4 Fondo General de Garantía de Inversiones

Durante 2008 el número de entidades adheridas al Fondo General de Garantía de Inversiones (en adelante, FOGAIN) se ha incrementado, hasta alcanzar la cifra de 146 entidades. La razón principal de este incremento, al igual que en el ejercicio anterior, es el aumento en el número de SGIIC adheridas, como consecuencia de la incorporación a sus programas de actividades del servicio de gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los clientes. Hay que destacar también que, por primera vez desde el año 2002, se ha incrementado ligeramente el número de sociedades y agencias de valores adheridas.

Número de entidades adheridas al FOGAIN

CUADRO 12.11

Tipo de entidad	2004	2005	2006	2007	2008
SAV	103	101	101	99	101
SGC	24	21	17	11	10
SGIIC	—	—	2	25	34
CSU	—	1	1	1	1
Total	127	123	121	136	146

Fuente: CNMV.

El Consejo de Administración de la gestora del FOGAIN realizó los necesarios ajustes de capital con el fin de dar cabida a las entidades que se han adherido durante este ejercicio, hacer efectivo el cese de quienes han dejado de hacerlo e introducir las variaciones producidas en los porcentajes de participación de las entidades adheridas. El capital quedó fijado en 164.983 euros.

Durante el ejercicio 2008, El FOGAIN ha continuado tramitando las solicitudes 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. Patri-

monios, A.V., S.A. y Bolsa 8, A.V.B., S.A. Hasta la fecha, el importe total de indemnizaciones pagadas ha superado los 61 millones de euros por las más de 9.600 solicitudes de indemnizaciones recibidas. Hay que recordar que, con la actual regulación, el FOGAIN debe estar en disposición de satisfacer una indemnización —a aquellos clientes que tengan derecho a ella— respecto de aquellas solicitudes que reciba durante un plazo de quince años, a falta de regulación específica al respecto.

Durante el año 2008 entró en vigor el Real Decreto 1642/2008, de 10 de octubre, por el que se amplió la cobertura máxima del FOGAIN de 20.000 euros a 100.000. No obstante, aquellas situaciones de incumplimiento anteriores a la entrada en vigor de dicho Real Decreto, cuyos procesos indemnizatorios se encuentran abiertos (Ava Asesores de Valores, A.V., S.A., Gescartera Dinero, A.V., S.A., X.M. Patrimonios, A.V., S.A., Broker Balear, A.V., S.A., Bolsa 8, Agencia de Valores y Bolsa, S.A.) seguirán estando bajo el tope máximo de indemnización anterior de 20.000 euros.

Durante el año 2008, la Gestora del FOGAIN ha registrado un importante incremento en las consultas recibidas acerca del procedimiento y los límites de la indemnización. Así, la Gestora proporciona información mediante vía telefónica y mediante su página web www.fogain.com. También en 2008, el FOGAIN ha continuado sus iniciativas relativas a la transmisión a la industria de criterios reguladores y supervisores. Así, durante 2008 estas actividades se han centrado en la identificación de buenas prácticas en materia de normas de conducta y gestión de conflictos de interés, en la elaboración de un reglamento interno de conducta tipo para empresas de servicios de inversión, en la remisión de comentarios y el apoyo a las entidades en la implementación del nuevo marco de regulación contable y de solvencia, en la remisión de comentarios a proyectos de normas dentro del trámite de audiencia pública, así como en la transmisión de inquietudes y opiniones del sector, en materias de operativa de mercado y compensación y liquidación de operaciones.

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 y, en el caso de infracciones leves y graves, para sancionar directamente. 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 este capítulo se detallan las actuaciones de la CNMV en materia sancionadora (epígrafe 13.1), así como se da cuenta de la actividad del servicio contencioso (epígrafe 13.2) y de las advertencias formuladas respecto a la existencia de entidades no autorizadas (epígrafe 13.3).

13.1 Expedientes sancionadores

13.1.1. Estadísticas

Durante 2008, el Comité Ejecutivo de la CNMV acordó la incoación de 13 nuevos expedientes sancionadores, en los que se analizan un total de 22 presuntas infracciones. Al igual que en ejercicios anteriores, la mayoría de los expedientes tuvieron por objeto regular conductas calificadas presuntamente como abuso de mercado. También hay que destacar la incoación de algunos expedientes por vulneración del régimen jurídico de comunicación y publicidad de participaciones significativas en sociedades cotizadas. En el resto se trataron, fundamentalmente, conductas relacionadas con el incorrecto suministro a la CNMV y al mercado de información regulada de carácter financiero o de información en procesos de ofertas públicas de adquisición.

En un supuesto en el que la conducta en consideración era la presunta manipulación de la cotización de las acciones de una sociedad admitida a negociación, simultáneamente a la incoación del expediente la CNMV dio traslado de los hechos al Ministerio Fiscal, al apreciar que aquella pudiera constituir un ilícito de los previstos en el artículo 284 del Código Penal. Al haberse iniciado un proceso penal, el expediente sancionador quedó suspendido hasta que recaiga pronunciamiento firme de la autoridad judicial.

Asimismo, la CNMV concluyó siete expedientes que incluían un total de nueve infracciones. De estos, uno había sido iniciado en 2002, uno en 2006 y cinco en 2007 (véanse los cuadros 13.1 y 13.2). Las resoluciones sancionadoras más relevantes, por el número de expedientes a los que afectan, fueron incumplimientos que constituyen prácticas de uso de información privilegiada.

Igualmente, en el año 2008 se resolvió un expediente sancionador, abierto en el año 2002, que fue suspendido en su tramitación al estar siendo los hechos objeto tam-

bién de un procedimiento penal, y reiniciado en el ejercicio anterior como consecuencia de haber recaído pronunciamiento firme sobre él. Este expediente se refiere a una conducta de remisión de información a la CNMV de naturaleza financiero-contable con inexactitudes.

El cuadro 13.4 recoge la naturaleza de las infracciones tratadas en los diferentes expedientes sancionadores incoados o concluidos en 2008.

El número de sanciones impuestas fue de once, todas ellas de multa y por un importe total de 5.279,5 miles de euros (véase cuadro 13.3).

Expedientes abiertos y concluidos en 2008		CUADRO 13.1
	2007	2008
Número de expedientes abiertos	4	13
Número de expedientes concluidos	9	7
De los cuales:		
- Abiertos en 2002	—	1
- Abiertos en 2003	1	—
- Abiertos en 2005	4	—
- Abiertos en 2006	4	1
- Abiertos en 2007	—	4
- Abiertos en 2008	—	1

Fuente: CNMV.

Infracciones contempladas en los expedientes sancionadores		CUADRO 13.2
	2007	2008
Infracciones objeto de apertura de expediente	6	22
Muy graves	4	17
Graves	2	5
Infracciones en expedientes concluidos	15	9
Infracciones muy graves	10	6
Expedientes abiertos en 2002	—	1
Expedientes abiertos en 2003	1	—
Expedientes abiertos en 2005	4	—
Expedientes abiertos en 2006	5	1
Expedientes abiertos en 2007	—	4
Infracciones graves	5	3
Expedientes abiertos en 2005	4	—
Expedientes abiertos en 2006	1	—
Expedientes abiertos en 2007	—	3

Fuente: CNMV.

Sanciones impuestas

CUADRO 13.3

	2007			2008		
	N.º	Importe ¹	Periodo ²	N.º	Importe ¹	Periodo ²
Multa	14	18.630,4	—	11	5.279,5	—
Suspensión / limitación de actividades	—	—	—	—	—	—
Separación / inhabilitación general	3	—	18	—	—	—

Fuente: CNMV.

1. En miles de euros.

2. En años.

Número de infracciones de cada tipo en los expedientes sancionadores

CUADRO 13.4

	Abiertos		Cerrados	
	2007	2008	2007	2008
INFRACCIONES MUY GRAVES	4	17	10	6
No declaración/Incorrecta comunicación de participaciones significativas	—	5	2	—
Incumplimiento reserva de actividad	—	—	2	1
Manipulación de mercado	—	1	—	—
Incumplimiento de coeficientes	—	1	—	—
No comunicación hechos relevantes/información engañosa, inexacta o con omisiones relevantes	—	—	1	1
Incumplimiento en materia de información periódica de los emisores	—	2	—	—
Incumplimiento en materia de opas	—	3	—	—
Incumplimiento normativa general del mercado de valores	—	—	—	—
Incumplimiento normativa general de las IIC	—	2	—	—
Irregularidades contables	—	—	3	—
Emisiones no registradas	—	—	—	—
Información privilegiada	3	3	2	3
Resistencia a la actuación inspectora	1	—	—	1
INFRACCIONES GRAVES	2	5	5	3
Irregularidades contables	—	—	—	—
Incumplimiento reserva de actividad	—	—	—	—
Incumplimiento de coeficientes	—	—	—	—
Incumplimiento en materia de gobierno corporativo	—	2	—	1
Incumplimiento en materia de abuso de mercado	—	1	—	—
Incumplimiento normativa general del mercado de valores	—	—	—	—
Incumplimiento normativa general de las IIC	—	—	3	—
Incumplimiento normas de conducta	—	—	—	—
Manipulación de mercado	—	—	—	—
Información privilegiada	2	—	1	2
No elaboración/publicación/remisión en plazo de informes preceptivos	—	1	1	—
Desatender requerimientos CNMV	—	1	—	—

Fuente: CNMV.

13.1.2. Registro público de sanciones por infracciones graves o muy graves

El registro público de sanciones incorporó en 2008 las siguientes resoluciones sancionadoras relativas a infracciones graves o muy graves:

- Resolución de 27 de marzo de 2008, de la CNMV, por la que se da publicidad a las sanciones por infracción muy grave impuestas a _____ conforme a lo establecido en los artículos 102 y 105 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
- Resolución de 27 de marzo de 2008, de la CNMV, 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 27 de marzo de 2008, de la CNMV, por la que se da publicidad a las sanciones por infracción muy grave impuestas a _____ conforme a lo establecido en los artículos 102 y 105 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
- Resolución de 27 de marzo de 2008, de la CNMV, por la que se da publicidad a las sanciones por infracción grave impuestas a _____ conforme a lo establecido en los artículos 103 y 106 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
- Resolución de 4 de diciembre de 2008, de la CNMV, por la que se da publicidad a las sanciones por infracción muy grave impuestas a _____, conforme a lo establecido en los artículos 102 y 105 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
- Resolución de 4 de diciembre de 2008, de la CNMV, 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.

13.1.3. Criterios de interés

Composición del Comité de auditoría: número mínimo de miembros

Durante 2008, la CNMV impuso sanciones a una sociedad cotizada y a sus administradores por disponer de un Comité de auditoría compuesto por tan sólo dos miembros, concurriendo que había sido requerida previamente en dos ocasiones para regularizar su composición.

La obligación para las entidades emisoras cotizadas de contar con un Comité de auditoría viene establecida en la disposición adicional decimoctava de la LMV, introducida por el artículo 47 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, y luego modificada por el artículo 98.3 de la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social en, por lo que aquí interesa, los siguientes términos:

“[...]”

1. *Las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores deberán tener un Comité de Auditoría.*

2. *Los miembros del Comité de Auditoría serán, al menos, en su mayoría, consejeros no ejecutivos del Consejo de Administración [...]*
3. [...]
4. *El número de miembros, las competencias y las normas de funcionamiento de dicho Comité se fijará estatutariamente o, en su caso, por las normas que rijan la entidad, y deberá favorecer la independencia de su funcionamiento. [...]*”.

El Comité de auditoría es un órgano cuyas funciones mínimas están especificadas por la LMV. Por tanto, no constituye una comisión delegada del Consejo, sino que se trata de un órgano con competencias definidas legalmente, aunque sea un comité auxiliar o de control directamente vinculado al Consejo de Administración y, en consecuencia, compuesto únicamente por miembros de éste.

Si bien de la literalidad del precepto no se tiene una concreción respecto al número de miembros con los que debe contar el Comité de auditoría, se deduce que, dada su naturaleza de órgano colegiado ha de estar formado, al menos, por tres consejeros (en tal caso, dos de ellos no ejecutivos). No es posible la constitución de un Comité de auditoría con sólo uno o dos miembros. La LMV exige, además, que la mayoría de sus miembros sean administradores no ejecutivos, lo que refuerza la idea de que el número mínimo es el de tres.

La posibilidad de penalización por incumplimiento de la obligación de tener un Comité de auditoría, y en los términos exigidos, se introduce en la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la LMV, al considerarse un tipo sancionador de infracción grave, artículo 100 bis, que como tal recoge “[...] *el carecer las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de un Comité de Auditoría, en los términos establecidos en la disposición adicional decimoctava de esta Ley*”.

El carácter concreto de la información privilegiada

En 2008, la CNMV impuso sanciones a dos personas físicas por uso de información privilegiada, en relación con la adquisición de acciones de una sociedad cotizada estando en conocimiento de un proceso de negociación para la entrada de un socio de referencia en su capital social.

El artículo 81 de la LMV impone un deber de abstención a todo el que disponga de información privilegiada, concepto cuya definición legal viene establecida en su apartado 1, que considera como tal “*toda información de carácter concreto que se refiera directa o indirectamente a uno o varios valores negociables [...] o a uno o varios emisores de los citados valores negociables [...], que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría influir o hubiera influido de manera apreciable sobre su cotización en un mercado o sistema organizado de contratación*”.

El artículo 1 del Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la LMV, en materia de abuso de mercado, recoge que “[...] *se considerará que la información es de carácter concreto si indica una serie de circunstancias que se dan, o pueda esperarse razonablemente que se den, o un hecho que se ha producido, o que pueda esperarse razonablemente que se produzca, cuando esa información*

sea suficientemente específica para permitir que se pueda llegar a concluir el posible efecto de esa serie de circunstancias o hechos sobre los precios de los valores negociables o instrumentos financieros correspondientes o, en su caso, de los instrumentos financieros derivados relacionados con aquéllos”.

El carácter concreto de la información debe evaluarse caso por caso y depende de cuál sea su naturaleza, de su contexto y de la fiabilidad de la fuente. En general, la concreción de una información viene determinada por la de los hechos que constituyen el objeto de la misma, de modo que se descarten los rumores o las especulaciones sobre hechos vagos, difusos o inciertos.

No obstante, no puede confundirse ni identificarse la concreción de la información, esto es, de los hechos que la integran, con la convicción, certeza o seguridad de los resultados o consecuencias que de los mismos se puedan derivar.

En definitiva, cuando la norma dispone que la información ha de ser concreta, no está exigiendo que sea completa, en el sentido de que comprenda todos y cada uno de los extremos de un hecho, sino que implique conocimiento expreso de un hecho específico, más allá de los meros rumores, estados de opinión o suposiciones.

En un contexto de negociación para la formulación de una opa o la formalización de otra operación corporativa, quien conoce de este proceso por su participación en él tiene información concreta, aun cuando no hubiere asistido a todos los contactos entre las partes, desconociera el estado específico de la negociación o el precio tentativo, y con independencia de que finalmente se produzca o no un acuerdo.

Imposición de sanciones: criterios de dosimetría punitiva

Para determinar y graduar la sanción a imponer a una entidad o persona responsable se debe respetar el principio de proporcionalidad. Dicho principio está consagrado en el artículo 131 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común, y según el cual “[...] *en la imposición de sanciones por las Administraciones Públicas se deberá guardar la debida adecuación entre la gravedad del hecho constitutivo de la infracción y la sanción aplicada, considerándose especialmente los siguientes criterios para la graduación de la sanción a aplicar:*

- a) *La existencia de intencionalidad o reiteración.*
- b) *La naturaleza de los perjuicios causados.*
- c) *La reincidencia, por comisión en el término de un año de más de una infracción de la misma naturaleza cuando así haya sido declarado por resolución firme”.*

En el caso de infracciones que se cometan en el ordenamiento de las relaciones en el mercado de valores, los criterios anteriores se complementan con los contenidos en el artículo 14 de la Ley de Disciplina e Intervención de Entidades de Crédito, aplicable por la remisión que hace el artículo 98 de la LMV: *“las sanciones aplicables en cada caso por la comisión de infracciones muy graves, graves o leves se determinarán en base a los siguientes criterios:*

- a) *La naturaleza y entidad de la infracción.*
- b) *La gravedad del peligro ocasionado o del perjuicio causado.*
- c) *Las ganancias obtenidas, en su caso, como consecuencia de los actos u omisiones constitutivos de la infracción.*
- d) *La importancia de la entidad de crédito correspondiente, medida en función del importe total de su balance.*
- e) *Las consecuencias desfavorables de los hechos para el sistema financiero o la economía nacional.*
- f) *Las circunstancias de haber procedido a la subsanación de la infracción por propia iniciativa.*
- g) *En el caso de insuficiencia de recursos propios, las dificultades objetivas que puedan haber concurrido para alcanzar o mantener el nivel legalmente exigido.*
- h) *La conducta anterior de la entidad en relación con las normas de ordenación y disciplina que le afecten, atendiendo a las sanciones firmes que le hubieran sido impuestas, durante los últimos cinco años”.*

En el caso de tratarse de miembros de la administración o dirección de la entidad infractora, la norma recoge como criterios adicionales los siguientes:

- “a) El grado de responsabilidad en los hechos que concurra en el interesado.*
- b) La conducta anterior del interesado, en la misma o en otra Entidad de crédito, en relación con las normas de ordenación y disciplina, tomando en consideración al efecto las sanciones firmes que le hubieran sido impuestas durante los últimos cinco años.*
- c) El carácter de la representación que el interesado ostente”.*

A la vista de estos criterios, la posible apreciación de circunstancias atenuantes debe reflejarse en la sanción concreta que se imponga, pero no puede llevar sin más a una declaración de ausencia de responsabilidad, como si se tratara de una causa de exculpación.

Por otra parte, no todos los criterios citados actúan como atenuantes o agravantes. En primer lugar, habrá que analizar su aplicación al caso concreto y habrá que valorarlo para decidir si se modera o refuerza el reproche disciplinario. Así, cuando no concurra ninguna de las circunstancias a las que se refieren tales criterios la sanción a imponer no se verá agravada pero tampoco atenuada.

13.2 Servicio contencioso: revisión judicial de resoluciones sancionadoras y otras actuaciones ante los órganos jurisdiccionales

Toda sanción tiene como corolario en nuestro ordenamiento jurídico la posibilidad de revisión de las resoluciones sancionadoras por vía administrativa, lo que corresponde al Ministerio de Economía y Hacienda y, en relación a la jurisdicción contencioso-administrativa, por 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 la CNMV, corresponde al Departamento 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 del resto de resoluciones dictadas por la CNMV en el marco de sus competencias.

En este sentido, se interpusieron ante el Ministerio de Economía y Hacienda en 2008 un recurso de alzada y cinco de reposición y dicho Ministerio resolvió en 2008 cuatro recursos de reposición interpuestos, todos ellos, contra resoluciones sancionadoras (véase cuadro 13.5). En todos los casos se confirmaron las resoluciones recurridas.

En vía judicial se interpusieron nueve recursos contencioso-administrativos, cuatro de ellos contra resoluciones sancionadoras, uno contra una resolución de archivo de denuncia, uno contra una resolución desestimatoria de responsabilidad patrimonial y tres contra otros acuerdos adoptados por la CNMV. Asimismo, se han resuelto 23 recursos contencioso-administrativos interpuestos contra actos o resoluciones de la CNMV, 14 de ellas sancionadoras acordadas por la CNMV o, en su caso, el Ministerio de Economía y Hacienda (véase cuadro 13.5 y Anexo IV.3). Excepto en un supuesto, en el que se estima el recurso, las sentencias recaídas confirman las sanciones impuestas.

Asimismo, y dando cumplimiento al principio general imperativo de prestar la colaboración requerida a jueces y tribunales, la Dirección del Servicio Contencioso y del Régimen Sancionador asiste en el ejercicio de sus funciones a los jueces y tribunales de toda índole, si bien destaca la cooperación con el orden jurisdiccional penal, fundamentalmente en procesos relativos a posibles delitos de estafa o apropiación indebida y de uso de información privilegiada.

En el marco de esta colaboración, la suma total de solicitudes tramitadas en 2008 ascendió a la cifra de 84, según se recoge en el cuadro 13.5. El mayor número de peticiones, un total de cuarenta y cinco, se recibieron de la Jurisdicción Civil, correspondiendo el resto a otros órdenes jurisdiccionales. Dichas peticiones versaron, fundamentalmente, sobre notificaciones de embargos (cuya competencia corresponde a las Sociedades Rectoras), sobre identificación de los valores titularidad de personas o entidades (cuestión cuyo conocimiento corresponde a las entidades depositarias de dichos valores) y sobre la práctica de pruebas en procedimientos de diversa índole interpuestos ante distintas instancias judiciales, con solicitud de datos o documentación.

Procedimientos en los que ha intervenido la CNMV en 2008

CUADRO 13.5

	Interpuestos	Resueltos
Recursos administrativos	6	4
Alzada	1	—
Reposición	5	4
Recursos contencioso-administrativos	9	23
	Solicitudes tramitadas	
Colaboración con tribunales		84

Fuente: CNMV.

13.3 Advertencias sobre entidades no autorizadas

A través de la página web la CNMV publica advertencias dirigidas a los inversores sobre entidades no registradas que pueden estar prestando servicios de inversión, detectadas por ella misma o por otros supervisores.

En el año 2008 se difundieron las siguientes advertencias (véase anexo IV.4):

- 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 cuanto información sea necesaria para la consecución de este fin, 10 advertencias en las que se alerta contra otras tantas entidades.
- Al amparo de la cooperación internacional, 256 comunicaciones procedentes tanto de países europeos como del resto del mundo que se refieren a entidades no autorizadas, y 24 incluidas en el capítulo de Otras Advertencias con alertas que se refieren a determinadas conductas o actuaciones irregulares.

En relación con las advertencias publicadas por la propia CNMV, hay que destacar la publicada el 7 de abril de 2008 sobre Evolution Market Group Inc. (entidad que utiliza como nombre comercial el de Finanzas Forex), don Germán Cardona Soler y don Santiago Fuentes Jover.

Evolution Market Group, Inc. es una entidad constituida y domiciliada en Panamá cuya actividad consiste, supuestamente, en ofrecer inversiones en el mercado Forex (divisas) asegurando a sus clientes muy elevadas rentabilidades. Su presidente es don Germán Cardona Soler, de nacionalidad española, figurando como su comercializador más activo en España don Santiago Fuentes Jover.

Su actividad se dirige tanto a potenciales clientes españoles como a inversores residentes en otros países europeos como Francia, Holanda, Austria, países escandinavos, etc., y de países iberoamericanos como Venezuela, Colombia, etc. En este sentido constan advertencias públicas sobre la entidad realizadas por los organismos supervisores de Francia y Panamá, adicionales a la publicada por la CNMV.

Dado el carácter transnacional de la actividad de la entidad y el alto riesgo de posibles perjudicados, la CNMV informó al público de forma especial mediante la difusión de todos los datos disponibles en el momento de publicar la advertencia, al objeto de conseguir una mayor protección de los inversores.

14.1 Introducción

La actividad internacional de la CNMV ha estado condicionada durante el año 2008 por la crisis económica internacional. Esta circunstancia ha incrementado notablemente la actividad de los organismos internacionales que agrupan a los supervisores de valores europeos (CESR) y mundiales (IOSCO, Joint Forum, etc.), los cuales han dedicado una parte sustancial de su tiempo y esfuerzo a intentar consensuar recomendaciones y realizar propuestas a los reguladores. Todo ello ha supuesto para la CNMV un incremento de participación en reuniones internacionales y multiconferencias con respecto al año anterior, teniendo lugar la mayoría durante el último trimestre del año, a raíz de la quiebra del banco Lehman Brothers y de la primera reunión de jefes de Estado y de Gobierno del G20.

En este capítulo se reseñan los principales trabajos realizados por los organismos internacionales a los que pertenece la CNMV, o en los que ésta ha colaborado en foros internaciones intersectoriales. Su objetivo no es tanto proporcionar una descripción detallada de los trabajos —lo que ya se hace en los diferentes capítulos del Informe— como ofrecer una panorámica conjunta. El epígrafe 14.2 recoge las actividades realizadas en el seno del CESR y el 14.3 se dedica a IOSCO. El epígrafe 14.4 resume las iniciativas acometidas por foros sectoriales, como son el Joint Forum y el Comité de coordinación de CEBS, CEIOPS y CESR (conocido como 3L3). La actividad del Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores se reseña en el epígrafe 14.5. Finalmente, el último apartado recoge las actuaciones de otros foros y organismos.

La participación de la CNMV en CESR e IOSCO se ha incrementado en 2008, al estar presentes sus representantes en la mayoría de los nuevos grupos de trabajo¹ creados con motivo del análisis de las medidas que los gobiernos han adoptado según las recomendaciones del Consejo de la Unión Europea, del Foro de Estabilidad Financiera (FEF) y del G20. Además, la CNMV ha compaginado estas tareas con la asistencia a los nuevos grupos de trabajo de carácter intersectorial constituidos por los comités de nivel 3 de la UE y con la participación, junto al Banco de España, en los grupos de trabajo del Joint Forum (formado por los supervisores bancarios, de seguros y valores de las principales economías del mundo). Dentro de las actividades en el ámbito internacional realizadas por la CNMV se debe destacar también la colaboración con la Dirección General del Tesoro y Política Financiera en la preparación de las sesiones del Comité de Valores de la UE, en los grupos de trabajo para la revisión del derecho de Sociedades en el marco de la UE y en las recomendaciones sobre el gobierno corporativo para la OCDE.

El cuadro 14.1 muestra la participación de la CNMV en estas reuniones internacionales, así como la asistencia técnica facilitada a otros países.

1. Los cuadros 14.2 y 14.3 recogen la estructura de CESR y de IOSCO.

Asistencia a reuniones internacionales y asistencias técnicas

CUADRO 14.1

	Número de reuniones	
	2007	2008
CESR	84	142
IOSCO	42	65
Unión Europea	18	27
OCDE	6	7
Otros foros	30	48
Total	180	289
Misiones de asistencia técnica	4	4

Fuente: CNMV.

14.2 Comité Europeo de Reguladores de Valores

La agenda del CESR ha estado marcada en 2008 por la revisión del proceso Lamfalussy que —siguiendo la hoja de ruta establecida por el ECOFIN en diciembre de 2007— ha incorporado cambios sustanciales en el funcionamiento interno de los comités sectoriales —banca, valores y seguros— de reguladores y ha reforzado la cooperación e información entre los mismos. Esta revisión ha culminado en enero de 2009 con las decisiones de la CE por las que se modifican las anteriores decisiones de creación de CESR y de los demás comités sectoriales.

Además de lo anterior, CESR ha continuado desarrollando en 2008 sus actividades ordinarias centradas tanto en el asesoramiento a la CE para la implementación de legislación de segundo nivel —directivas o reglamentos de la propia Comisión—, como en la convergencia en la aplicación de la regulación comunitaria a través de la emisión de estándares, recomendaciones o guías.

Las áreas de actuación más relevantes de CESR se describen brevemente a continuación, diferenciando aquellas tareas consideradas ordinarias de aquellas otras derivadas de la crisis financiera y de la revisión del proceso Lamfalussy.

Crisis financiera

Una parte relevante de la actividad de los reguladores de los mercados financieros ha estado condicionada por la evolución de la crisis. En este epígrafe se describen las actividades de CESR que, de alguna manera, han estado influidas por ese entorno.

Información financiera

CESR hizo una declaración en octubre de 2008 (junto con CEBS y CEIOPS) para apoyar la reforma de la NIC 39, por la que se reclasifican activos desde la cartera de negociación a otras carteras, tales como la de préstamos o la de activos mantenidos al vencimiento. Esta medida eliminó la desventaja competitiva de los emisores europeos frente a los norteamericanos, ya que los principios contables norteamericanos permitían esta reclasificación en circunstancias extraordinarias. Adicionalmente, contribuyó a la redacción de las guías del Panel del IASB, conjuntamente con CEBS y CEIOPS, sobre la determinación del valor razonable de instrumentos financieros cotizados en mercados inactivos y desgloses de información asociados.

Ventas en corto

CESR estableció un subgrupo de trabajo ad hoc para estudiar la posibilidad de establecer una metodología común para la divulgación de información y, en su caso, fijar unos porcentajes mínimos de difusión de posiciones cortas. Está previsto que el informe se apruebe en los próximos meses.

Lehman Brothers

La quiebra del banco de negocios norteamericano Lehman Brothers impulsó a CESR a constituir un grupo de trabajo para analizar las consecuencias derivadas de su situación concursal. En particular, el grupo de trabajo estudió las cuestiones relacionadas con la comercialización de productos financieros en la información contenida en los folletos, la transparencia de productos estructurados y los procesos de post negociación. Algunos de estos puntos se revisarán a lo largo de 2009.

Agencias de *rating*

CESR, a requerimiento de la CE, analizó el papel desempeñado por las agencias de *rating* en la calificación de los productos financieros estructurados. Además, presentó a la CE sus propuestas para fortalecer la integridad y la calidad del proceso de calificación crediticia, destacando en estas propuestas la creación de un organismo europeo encargado de la autorización y supervisión de estas agencias. Paralelamente con el trabajo anterior, CESR evaluó el grado de cumplimiento por parte de las agencias de *rating* del Código de Conducta de IOSCO.

Finalmente, y considerando la inminente regulación de las agencias de *rating* por la Unión Europea, CESR ha establecido un grupo permanente de expertos que asesorará en esta materia a la CE y, en su caso, establecerá los procedimientos para desarrollar las tareas asignadas en la nueva regulación.

Transparencia en bonos corporativos, productos estructurados y derivados de crédito

CESR ha iniciado el trabajo de revisión de las conclusiones de agosto de 2007 sobre transparencia en la negociación de los mercados de bonos a la luz de las turbulencias y de la crisis financiera. Ese estudio se amplió para incluir la transparencia en la negociación de los mercados de productos estructurados y de derivados de crédito. El informe realizado será hecho público en verano de 2009, tras haberse realizado la preceptiva consulta pública.

Revisión del proceso Lamfalussy

Siguiendo las recomendaciones incluidas en la hoja de ruta redactada por el ECOFIN en diciembre de 2007, los comités de reguladores financieros de nivel 3 desarrollaron de manera paralela varias iniciativas para fortalecer la convergencia en la supervisión. De estas iniciativas se destacan las tres siguientes:

Revisión de los estatutos de funcionamiento (*charters*) de los comités de nivel 3

La modificación más relevante consistió en la supresión de la regla de la unanimidad para la toma de decisiones y su sustitución por la regla de la mayoría cualifica-

da. Asimismo, si bien se optó por mantener el carácter no vinculante de las decisiones de los comités de supervisores, la no aplicación por los comités de las decisiones adoptadas debe ser explicada por las autoridades nacionales. Finalmente, se introdujeron disposiciones para reforzar la cooperación e intercambio de información intersectorial, particularmente en el área de la estabilidad financiera.

Iniciativa de formación

CESR, conjuntamente con CEBS y CEIOPS, ha continuado impartiendo cursos de carácter intersectorial a los que han asistido los miembros del *staff* de los tres comités y de las autoridades competentes. En particular, ha tenido gran acogida el curso sobre riesgo reputacional y control interno que, organizado por el Banco de España, contó con la participación de la CNMV como ponente.

Hay que señalar que la CE ha adoptado la decisión de financiar esta iniciativa a partir de 2009. Con vistas a esta nueva situación, los tres comités establecerán una estructura permanente para desarrollar los temas de formación.

Delegación de tareas y de responsabilidades

CESR, en colaboración con CEBS y CEIOPS, ha establecido unos principios generales para la delegación de tareas entre supervisores financieros. La delegación de tareas, considerada fundamental para hacer más eficiente la labor supervisora y al mismo tiempo reforzar la convergencia, no implica la delegación de responsabilidades. Los tres comités continuarán trabajando en esta materia en 2009.

Informe Larosière

La gravedad de la crisis a finales de 2008 puso de manifiesto la necesidad de revisar el grado de coordinación de las autoridades europeas en materia de supervisión y regulación de los mercados de valores y de las entidades bancarias. Por ello, la Comisión Europea encargó en octubre de ese año a un grupo de expertos de alto nivel, presidido por Jacques de Larosière, un informe que delimitara las prioridades del marco futuro de la supervisión y regulación europea en materia financiera.

Entre las recomendaciones más importantes del informe, publicadas en febrero de 2009, destacan la de crear un Consejo Europeo de Riesgos Sistémicos (European Systemic Risk Council —ESRC—), presidido por el presidente del BCE y formado por los presidentes de los grupos de coordinación de los reguladores y supervisores europeos de banca, seguros y mercados de valores, cuya función sería poner en marcha un sistema efectivo de alerta rápida ante los riesgos del sistema y, también, la de crear un Sistema Europeo de Supervisores Financieros (European System of Financial Supervisors —ESFS—), un organismo que centralizaría la coordinación en la aplicación de las reglas, si bien la supervisión cotidiana permanecería en manos de las autoridades nacionales. El informe Larosière recomienda un periodo de preparación (2009-2010) y un periodo para su puesta en marcha (2011-2012).

Información Financiera (CESR Fin)

CESR elaboró una serie de documentos, siendo los más relevantes los siguientes:

- a) Declaración sobre la reclasificación de instrumentos financieros. En ella se analiza el uso por parte de las entidades financieras europeas de la habilitación para reclasificar activos en los estados financieros del tercer trimestre de 2008.
- b) Informe final a la CE sobre equivalencia de las normas contables de terceros países recomendando la aceptación en 2011 de las normas contables de India.
- c) Comentarios a borradores del IASB e IFRIC, proponiendo modificaciones a las normas e interpretaciones internacionales de contabilidad, tales como la propuesta de modificación de la NIC 31 relativa a negocios controlados conjuntamente, la propuesta de establecer un nuevo marco para diferenciar patrimonio y deuda y la de reducir la complejidad de la contabilidad de los instrumentos financieros.
- d) Publicación de decisiones adoptadas por los supervisores europeos, en relación a la información financiera elaborada, de acuerdo a las NIIF, por los emisores con valores admitidos a cotización en algún mercado de la Unión Europea.

Integridad del Mercado (CESR Pol)

A través de CESR-Pol, CESR continuó coordinando las actividades de supervisión, inspección y sanción entre los países miembros de la Unión Europea. Además de la actividad ya señalada en relación con las ventas en corto, CESR desarrolló un tercer paquete de guías de información sobre el funcionamiento de la Directiva de Abuso de Mercado. En concreto, se abordaban la elaboración de listas de *insiders*, informes de transacciones sospechosas, programas de estabilización y de recompra de acciones e información privilegiada.

Adicionalmente CESR, en coordinación con la SEC norteamericana, habilitó un procedimiento para informar a los inversores sobre los pasos a seguir en el caso de estar afectados por el caso Madoff y el fraude piramidal detectado.

Revisión de estándares y guías de CESR y de aplicación de la normativa comunitaria (Review Panel)

Continuando con las actividades iniciadas en 2007 en relación con la autoevaluación de los reguladores sobre la implementación de la regulación financiera europea, CESR revisó en 2008 el grado de aplicación de las guías para la simplificación de los procedimientos de notificación de UCITS entre los reguladores de los Estados Miembros.

Adicionalmente, CESR elaboró una metodología para la realización de ejercicios de *mapping*, que ha sido empleada en la revisión llevada a cabo a lo largo de 2008, y concluido a principios de 2009, de las facultades y prácticas de supervisión y de los regímenes sancionadores administrativos y penales de los diferentes Estados Miembros en relación con MiFID.

MiFID

Tras la entrada en vigor en noviembre de 2007 de la MiFID, CESR ha venido desarrollando una intensa labor de trabajo en el nivel 3 a través de dos subgrupos: el de mercados y el de intermediarios, este último presidido por la CNMV.

En lo que respecta a las actividades realizadas por el subgrupo de intermediarios han destacado la puesta en funcionamiento de un protocolo para la supervisión de sucursales, la elaboración de una Guía MiFID para inversores minoristas, la redacción de documentos conteniendo preguntas y respuestas sobre aspectos prácticos de aplicación de la MiFID y la publicación de manuales de supervisión sobre mejor ejecución, conflictos de interés e incentivos.

Por lo que se refiere al subgrupo de mercados, las actividades más relevantes —además de las ya mencionadas sobre el análisis de la transparencia en los mercados de bonos, productos estructurados y derivados de crédito— han sido la elaboración de un protocolo para la suspensión y exclusión de negociación de instrumentos financieros y análisis sobre (i) el impacto de la MiFID en los mercados secundarios de valores, (ii) los métodos de cálculo para determinar los valores líquidos y (iii) las órdenes discrecionales.

La entrada en vigor de la MiFID supuso también la puesta en funcionamiento del mecanismo conocido como Transaction Exchange Mechanism (TREM) para el intercambio de información de las transacciones realizadas sobre instrumentos financieros admitidos a negociación en los mercados regulados de los Estados Miembros. CESR ha acordado expandir la capacidad de TREM para que pueda incluir información sobre transacciones de instrumentos financieros efectuadas en mercados OTC. Este proyecto contará con financiación específica de la CE.

Instituciones de Inversión Colectiva (UCITS)

La actuación de CESR en el ámbito de la inversión colectiva ha cubierto las siguientes áreas:

- Asesoramiento a la CE sobre el pasaporte de las gestoras. Se incluirá en la revisión de la Directiva de UCITS.
- Elaboración de principios de gestión del riesgo en las gestoras de UCITS que han sido aprobados a principios de 2009.
- Continuación de los trabajos de diseño de la información clave para distribuir al inversor —*Key Investor Information*— y que sustituirá al folleto simplificado.
- Inicio del análisis de la situación en Europa de los fondos monetarios, *hedge funds* y fondos inmobiliarios en el contexto de la actual crisis financiera.

Otras actuaciones

En el área de la poscontratación, se han adaptado las recomendaciones de IOSCO sobre sistemas de compensación y liquidación y cámaras de contrapartida central al entorno regulatorio europeo, tomando como referencia las recomendaciones del Comité de Sistemas de Pagos y de Liquidación de Basilea (CPSS) y de IOSCO. También en esta área, CESR está asesorando a la CE en el ejercicio de *mapping* sobre los

acuerdos existentes de acceso e interoperabilidad en las infraestructuras de posnegociación.

CESR también ha venido trabajando, en paralelo con la CE, en el reconocimiento mutuo de mercados regulados e instituciones financieras con otras jurisdicciones, por ejemplo Estados Unidos. Finalmente, CESR prestó asesoramiento a la CE en dos áreas relacionadas con materias primas:

- a) En un trabajo conjunto con CEBS para la revisión que la CE debe realizar de las excepciones contenidas en las directivas MiFID y de Requisitos de Capital para los miembros que negocian materias primas.
- b) En un trabajo conjunto con el comité que agrupa a los reguladores energéticos (ERGEG) para la revisión que la CE está realizando de las directivas de Electricidad y Gas dentro del denominado Tercer Paquete Energético. Las materias tratadas se han referido al abuso de mercado, transparencia, almacenamiento de la información e intercambio de información entre los reguladores energéticos y de valores.

14.3 Organización Internacional de Comisiones de Valores

La CNMV es, desde 1990, miembro ordinario de IOSCO, cuya sede está en Madrid, y participa activamente en los comités Ejecutivo, Técnico y Regional europeos de esta organización. En 2008, la CNMV fue elegida, por un nuevo periodo de dos años, como representante del citado Comité Regional Europeo en su Comité Ejecutivo.

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 se establecen para el examen de cuestiones concretas. Las actividades más relevantes llevadas a cabo por IOSCO en 2008 son descritas a continuación.

La crisis financiera y el papel de IOSCO

La crisis financiera internacional ha condicionado sustancialmente el plan de trabajo de IOSCO.

El Foro de Estabilidad Financiera (FSF), en su reunión de abril de 2008, en la que participaron el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria, la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros e IOSCO, estableció recomendaciones de trabajo en cinco áreas: a) Reforzamiento de la supervisión prudencial de las entidades financieras, particularmente, en las áreas de capital, liquidez y gestión del riesgo; b) Reforzamiento de la transparencia y valoración de activos; c) Cambios en el papel desarrollado por las agencias de *rating*; d) Reforzamiento de la capacidad de respuesta de las autoridades ante las situaciones de riesgo y e) Acuerdos más sólidos para gestionar situaciones de crisis en el sistema financiero.

Desde la perspectiva de IOSCO, las recomendaciones más significativas del FSF fueron las realizadas a los reguladores de valores para que, conjuntamente con los participantes en el mercado, reforzasen y mejorasen la transparencia en cada fase del proceso de titulización, y la implantación del Código de Conducta (revisado) para las agencias de *rating*, especialmente en la gestión de conflictos de interés y en la mejora de la calidad y transparencia del proceso de asignación de calificaciones.

IOSCO publicó en 2008 dos documentos dedicados a temas planteados en la crisis: las hipotecas de alto riesgo y las agencias de *rating*.

El informe sobre la crisis de las hipotecas de alto riesgo² analizó las causas de la crisis, estableció unas conclusiones sobre la necesidad de reforzar y modificar el Código de Conducta de IOSCO para las agencias de *rating* y, finalmente, redactó 11 recomendaciones, bajo la forma de nuevos mandatos, para su desarrollo por los grupos de trabajo permanentes dependientes del Comité Técnico.

IOSCO aprobó en mayo el nuevo Código de Conducta de las agencias de *rating*³. La revisión se ha centrado en su actividad en el caso de los productos financieros estructurados. IOSCO, en materia de *rating*, constituirá un comité permanente con el fin de mantener un diálogo continuo con la industria respecto a nuevos desarrollos legislativos e incrementar la cooperación sobre esta materia.

Con carácter previo a la celebración de la reunión del G-20 en Washington, en noviembre de 2008, los presidentes de los comités Ejecutivo, Técnico y de Mercados Emergentes, en representación de IOSCO, enviaron una carta abierta al presidente del Foro de Estabilidad Financiera y a otros representantes en el G20 donde se recogían sus puntos de vista sobre la agenda. Concluida la reunión del G20, en la que se establecieron las líneas generales sobre las que debían desarrollarse las reformas del sistema financiero internacional, IOSCO constituyó varios grupos de trabajo para analizar aquellos temas relacionados con los mercados de valores. Específicamente, se constituyeron cuatro grupos de trabajo que tratarán sobre las materias siguientes: transparencia de las ventas en corto; entidades no reguladas o con insuficiente regulación, centrada en los *hedge funds*; productos y mercados no regulados (negociación de productos financieros estructurados y *credit default swaps*) y, por último, un grupo de trabajo que desarrollará un nuevo plan estratégico para la organización. Las conclusiones de estos trabajos se darán a conocer a comienzos de 2009.

Contabilidad, auditoría y difusión de información

En materia contable cabe destacar la declaración pública de IOSCO, a través de su Comité Técnico, de apoyo a los esfuerzos del International Accounting Standards Board (IASB) y del Financial Accounting Standards Board (FASB) en la búsqueda de medidas sobre valor razonable (*fair value*) y la reclasificación de activos.

En el ámbito de la auditoría, se ha realizado un seguimiento de las nuevas normas internacionales emitidas por el International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB) con el objetivo de incrementar su claridad y homogeneidad (*Clarity Project*). Este proyecto ha concluido recientemente.

También hay que mencionar la publicación de un Plan de Contingencias, con el fin de prepararse en el supuesto de que una firma de auditoría presente dificultades y éstas puedan afectar a la entrega de los informes objeto de los servicios de auditoría. El plan incluye guías para aquellos reguladores que, en función de su nivel de competencias en materia de auditoría, puedan elaborar los procedimientos necesarios.

2. *Report on the Subprime Crisis*. IOSCO, Technical Committee. May 2008.

3. *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*. IOSCO, Technical Committee. May 2008.

Por último, hay que señalar dos trabajos, que aún no han finalizado. El primero trata del desarrollo de principios de información pública periódica de las entidades cotizadas, cuyo objetivo es mejorar a nivel internacional dicha información. El segundo versa sobre el desarrollo de principios sobre la información a suministrar en las emisiones de bonos de titulización de activos.

Mercados secundarios e intermediarios

Durante 2008, estos grupos han desarrollado diversos trabajos, que serán sometidos a consulta pública en los primeros meses de 2009. En el caso del grupo de mercados se han elaborado principios sobre acceso directo a los mercados y sobre la externalización de servicios. En el ámbito de los intermediarios, y conjuntamente con el grupo de instituciones de inversión colectiva, se ha analizado la información obligatoria que ha de suministrarse a los inversores cuando se comercializan fondos de inversión u otros productos similares.

Cooperación e intercambio de información. Acuerdo multilateral de IOSCO

El acuerdo adoptado por IOSCO en su plan estratégico estableció que antes de 2010 todos sus miembros deberían adherirse al Acuerdo Multilateral sobre Consulta, Cooperación e Intercambio de Información. No obstante, aquellas jurisdicciones que requieren cambios legislativos de importancia para el cumplimiento de los requisitos del Acuerdo también deberán manifestar ante la organización su compromiso de hacer los esfuerzos necesarios para llevarlos a cabo. A finales de 2008, 51 jurisdicciones ya habían firmado el Acuerdo y otras 21 han manifestado su intención de adherirse, una vez realizada la verificación de su legislación. La suma de las jurisdicciones que han finalizado el proceso supone, aproximadamente, el 63% de los miembros. Adicionalmente, un significativo número de miembros se encuentra en proceso de hacerlo.

También en 2008, la CNMV ha continuado prestando asistencia técnica a aquellas jurisdicciones que lo han solicitado, principalmente a jurisdicciones de Latinoamérica.

Otro importante trabajo realizado en 2008, e impulsado por el Foro de Estabilidad Financiera, ha sido el diálogo con jurisdicciones con las que existen dificultades en los ámbitos de cooperación e intercambio de información. Se han tratado de identificar las razones que han impedido la cooperación, como pueden ser la falta de recursos o la inexistencia de normativa específica sobre cooperación. Una vez identificadas las causas, se les ha proporcionado asistencia técnica para tratar de solventarlas.

Instituciones de Inversión Colectiva

La actuación de IOSCO en este ámbito se ha materializado en la publicación de los siguientes documentos:

Revisión de la regulación relativa a fondos de inversión inmobiliaria

Este documento revisa ciertos aspectos de la regulación relativos a fondos de inversión inmobiliaria (*Review of regulatory issues concerning real estate funds*) y mues-

tra las respuestas de las distintas jurisdicciones a un cuestionario sobre los citados fondos. El informe incluye datos sobre la existencia o no de regulación específica sobre esta materia e identifica, como aspectos más significativos para tener en cuenta la valoración de activos, los conflictos de interés, la gestión de la liquidez y la titularidad respecto a la propiedad de los inmuebles.

Fondos de fondos de inversión alternativa

El objetivo de este informe es valorar si los principios ya recogidos en informes anteriores requieren modificaciones o actualizaciones. Específicamente, se centra en examinar la normativa o los proyectos de normativa de las jurisdicciones miembros relativa a estos fondos, identificar cualquier aspecto de riesgo para los reguladores y desarrollar estándares sobre fondos de fondos de inversión alternativa basados en buenas prácticas. El informe concluye que existe la necesidad de establecer principios sobre dos áreas concretas: el riesgo de liquidez y las características que debe reunir el proceso de *due diligence*.

Otras actuaciones

En 2008, el Comité de presidentes acordó un plan de acción específico para la revisión y actualización de los principios y objetivos de IOSCO cuya finalización está prevista para 2011. El plan se realizará en dos fases: (1) la revisión de los principios y de la metodología de auto-evaluación que se hayan emitido desde su última revisión en 2003 y (2) el mantenimiento de la estructura actual de los principios con el fin de completar y mejorar sus textos.

14.4 Foros internacionales intersectoriales

En 2008 la CNMV mantuvo una activa participación en los foros intersectoriales de supervisores financieros.

Joint Forum

Al igual que en el resto de foros o comités de reguladores y supervisores financieros, la crisis financiera ha condicionado las actividades del Joint Forum (JF)⁴. De esta manera, a la tradicional actuación del JF basada en los mandatos recibidos por las asociaciones internacionales de reguladores (Comité de Basilea de Supervisión Bancaria, IOSCO y la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros) hay que añadir su creciente actividad derivada de los mandatos recibidos del Foro de Estabilidad Financiera. En este contexto, las actuaciones más relevantes del JF en 2008 —algunas de las cuales tendrán continuación en 2009— han cubierto las siguientes áreas:

Trabajos finalizados en 2008

1. Evaluación del cumplimiento de los principios del JF de supervisión de conglomerados financieros.

4. En el JF confluyen reguladores de banca, valores y seguros; la CNMV es miembro desde su fundación en 1999.

2. Identificación y gestión por parte de las entidades financieras del riesgo de concentración de posiciones y del uso que hacen de las pruebas de resistencia (*stress tests*).
3. Gestión del riesgo en la comercialización de productos financieros (riesgo legal, reputacional y operacional).

Trabajos realizados a requerimiento del Foro de Estabilidad Financiera:

1. Actualización del informe sobre transferencia de riesgo de crédito.
2. Uso de las calificaciones de las agencias de *rating* por parte de los reguladores y de los inversores.
3. Tratamiento de la transferencia o retención del riesgo en los vehículos fuera de balance.

Por último, el JF —a requerimiento del G20 en su reunión de noviembre de 2008— a lo largo de 2009 evaluará diferencias y lagunas existentes en la regulación financiera.

Comité de Coordinación CEBS-CEIOPS-CESR (3L3)

En noviembre de 2008 se revisó el protocolo de funcionamiento del 3L3 en vigor desde 2005, reforzando las actividades de este grupo de trabajo compuesto por los presidentes y secretarios generales de los comités de supervisores de nivel 3. De igual modo, se remitió a la CE el plan de trabajo a corto y medio plazo del 3L3. Siguiendo las pautas recogidas en el plan de trabajo, se han llevado a cabo tareas contempladas en la revisión del proceso Lamfalussy como, por ejemplo, iniciativas conjuntas de *training* o fijación de unos principios generales para la delegación de tareas entre supervisores financieros de la Unión Europea.

Otras áreas de actuación del 3L3 en 2008 han sido:

1. Principios para la evaluación de *fit and proper* en fusiones y adquisiciones transfronterizas de entidades financieras.
2. *Internal Governance*: evaluación de las diferencias regulatorias contenidas en las Directivas MiFID, Requisitos de Capital y UCITS.
3. Estudio sobre cuestiones relativas a lavado de dinero y/o blanqueo de capitales.

En 2008, se aprobó un mandato para que el 3L3 desarrolle a lo largo de 2009 unos criterios comunes de gestión del riesgo y, de acuerdo con lo señalado en el plan de trabajo, es previsible que se realice un estudio sobre las políticas de remuneración y compensación de los directivos de entidades financieras.

14.5 Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores

El IIMV es una institución con personalidad jurídica propia y plena independencia funcional. La CNMV preside su Patronato y, además, colabora estrecha-

mente en la tarea de impulsar los mercados de valores en Iberoamérica, para lo cual desarrollan conjuntamente programas de formación y cooperación.

Durante el año 2008, el IIMV ha realizado 13 actividades de formación y cooperación, dos de ellas *on-line* y las demás mediante actividad presencial, en las que se han analizado importantes áreas de interés común en Iberoamérica, como son: (1) la regulación de los mercados de control empresarial, (2) las opas y la protección de los derechos de los accionistas minoritarios, (3) las NIIF/NIC, con especial atención a la regulación contable de los instrumentos financieros, (4) el marco normativo de la valoración de activos, (5) la supervisión de las nuevas figuras de inversión colectiva y el desarrollo jurídico para impulsar los instrumentos de capital riesgo, (6) la difusión del estándar XBRL, (7) la seguridad de los sistemas de información y el desarrollo de nuevas aplicaciones y herramientas de difusión de información, y (8) los procesos y actuaciones de vigilancia, inspección y sanción de entidades.

Además, hay que destacar la celebración del Foro sobre modelos de supervisión de los mercados financieros iberoamericanos, que reunió a las máximas autoridades supervisoras de Argentina, Bolivia, Brasil, Costa Rica, Colombia, Chile, El Salvador, España, México, Panamá, Portugal, República Dominicana, Uruguay y Venezuela.

14.6 Otros foros y actividades

Mercado Ibérico de la Electricidad

En 2008 se actualizó el Convenio internacional entre el Reino de España y la República de Portugal que regula el Mercado Ibérico de la Electricidad (MIBEL). Los reguladores de valores y de la energía de ambos países conforman el Consejo de reguladores de MIBEL, cuya presidencia rotatoria ha sido asumida por la CNMV en el primer semestre de 2009.

De los temas estrictamente financieros abordados por el Consejo de reguladores de MIBEL a lo largo de 2008, conviene destacar la conversión del mercado a plazo o de derivados (OMIP) en mercado regulado de acuerdo con las disposiciones de la MiFID, la ampliación de capital del propio OMIP y de la Cámara de Compensación (OMIClear) y diversa normativa del mercado y de la cámara tendentes a aumentar la liquidez de mercado, que sigue en niveles relativamente bajos.

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico

La CNMV ha venido colaborando 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 2008, se ha trabajado intensamente en la puesta en funcionamiento de una nueva metodología sobre el grado de aplicación de los principios de gobierno corporativo en los distintos países del ámbito de influencia. En este sentido se ha participado activamente con el secretariado de la OCDE en la elaboración de la documentación marco que va a servir como base para el estudio

y evaluación de la implementación de los principios corporativos de la OCDE en los países que quieren acceder a la organización dentro del ejercicio 2009. Por otro lado, señalar que la delegación española ha colaborado también en el desarrollo de la mesa anual de gobierno corporativo latinoamericana celebrada en México en diciembre de 2008.

Respuestas internacionales a la crisis financiera

Ante la actual situación económica y financiera, una serie de organismos internacionales han venido trabajando para atenuar el impacto de la crisis y para prevenir crisis futuras. Así, para dar una respuesta global a los acontecimientos ocurridos a raíz de la quiebra, en el mes de septiembre, del banco de inversión Lehman Brothers, el G20 tuvo una primera reunión en noviembre de 2008. En esta reunión se establecieron unos principios sobre los que trabajar para reformar los mercados financieros:

- Reforzamiento de la transparencia de los mercados y productos financieros.
- Fortalecimiento de la regulación.
- Promoción de la integridad de los mercados financieros.
- Reforzamiento de la cooperación internacional.
- Reforma de las instituciones financieras internacionales.

Las conclusiones de los trabajos que se han venido realizando desde entonces se analizarán y se darán a conocer en la siguiente reunión del G20 en abril de 2009. Las recomendaciones que se presentan en la cumbre han sido esbozadas por los ministros de Finanzas y los gobernadores de bancos centrales y profundizan en los siguientes principios:

- Todas las instituciones, mercados e instrumentos financieros, generadores potenciales de riesgo sistémico, deben estar sujetos a regulación y supervisión.
- Una mayor regulación debe ir acompañada de una supervisión macroprudencial fortalecida.
- La regulación financiera debe asegurar que los requisitos de capital se refuercen en la fase expansiva de los ciclos económicos.
- Debe fortalecerse la cooperación internacional de los supervisores para la prevención y la resolución de crisis, así como establecerse un sistema de alertas tempranas por parte del FMI y del FSF.

Por su parte, el FSF ha elaborado, en 2008, informes en los que hace recomendaciones sobre las siguientes cuestiones: supervisión prudencial, gestión del riesgo y la liquidez, refuerzo de la transparencia, papel que

desempeñan las agencias de *rating* y mayor cooperación e intercambio de información entre los supervisores financieros, entre otras.

Desde la UE, a lo largo de 2008, se ha trabajado en el desarrollo de medidas legislativas, relacionadas con la crisis financiera, que deberán aprobarse en el primer semestre de 2009. Entre las medidas más relevantes se pueden señalar:

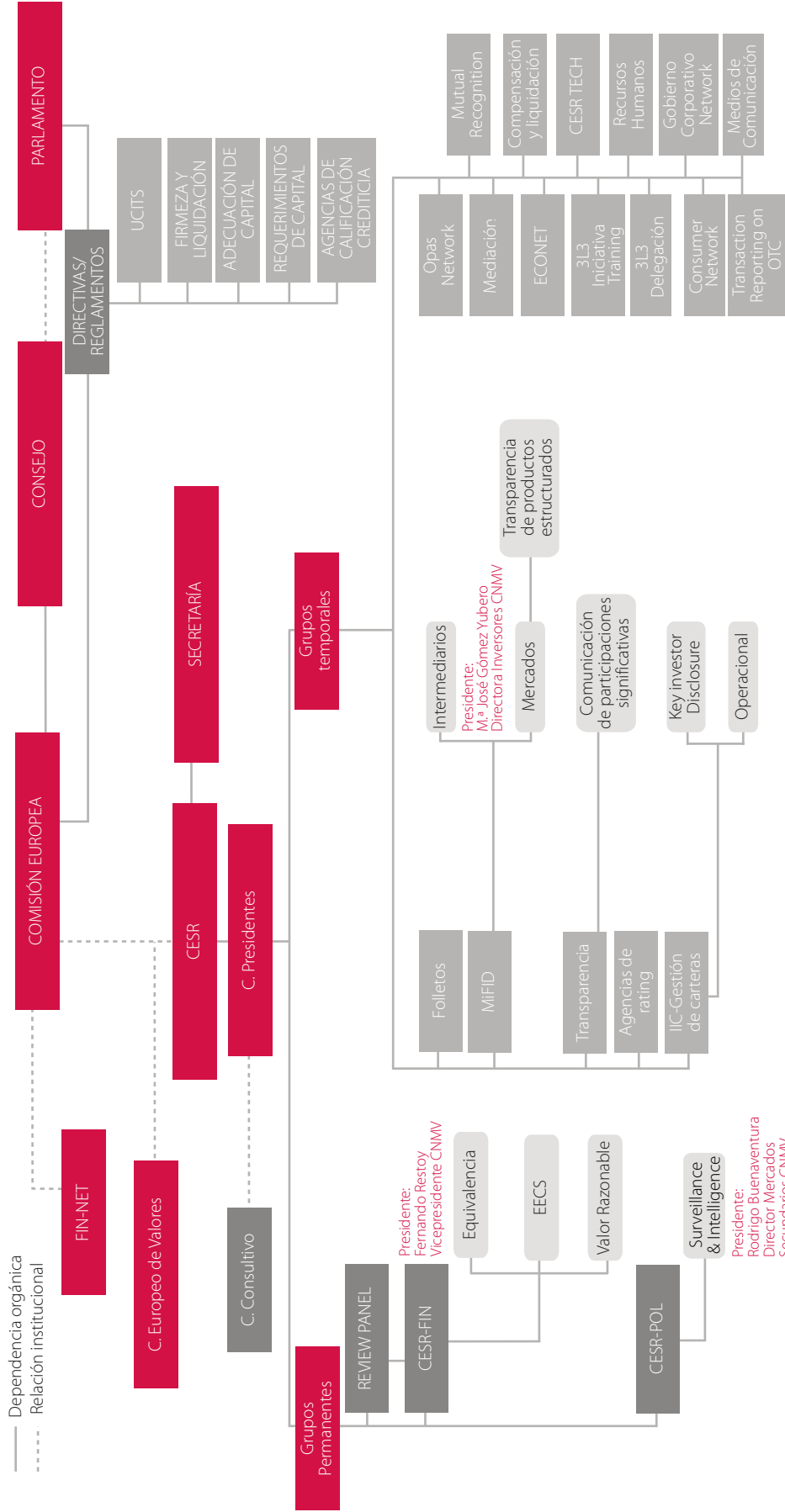
- Revisión de la Directiva de Requisitos de Capital para limitar el riesgo que pueden asumir las entidades de crédito.
- Regulación, registro y supervisión de las agencias de *rating* que actúan en el ámbito de la UE.
- Elevación del mínimo garantizado de los depósitos que los clientes mantienen en las entidades de crédito.
- Revisión de los criterios que determinan las retribuciones de los ejecutivos de las entidades financieras.

Finalmente, en octubre de 2008, el Presidente de la CE encomendó a un grupo de expertos presididos por Jacques de Larosière la elaboración de recomendaciones para el fortalecimiento de la supervisión financiera en Europa. El grupo presentó sus conclusiones el 25 de febrero y la discusión de las recomendaciones y su eventual implementación están siendo actualmente estudiadas por las instituciones europeas.

Unidad de apoyo internacional (Servicio Contencioso y Régimen Sancionador)

La Dirección del Servicio Contencioso y del Régimen Sancionador de la CNMV canaliza la cooperación con otros supervisores en materia de investigación. Durante 2008, la citada dirección cursó 65 solicitudes de colaboración a reguladores extranjeros (55 en 2007) y tramitó, a su vez, 28 solicitudes dirigidas a la CNMV (44 en el año 2007). Aproximadamente la mitad de las solicitudes de colaboración recibidas correspondían a asuntos relacionados con investigación de prácticas de abuso de mercado, mientras que la otra mitad se refería a investigaciones sobre actividades realizadas en el mercado de valores sin la preceptiva habilitación. En cuanto a las solicitudes de colaboración remitidas a homólogos extranjeros, aproximadamente tres cuartas partes correspondían a asuntos relacionados con la investigación de prácticas de abuso de mercado y el resto a investigaciones sobre entidades no habilitadas.

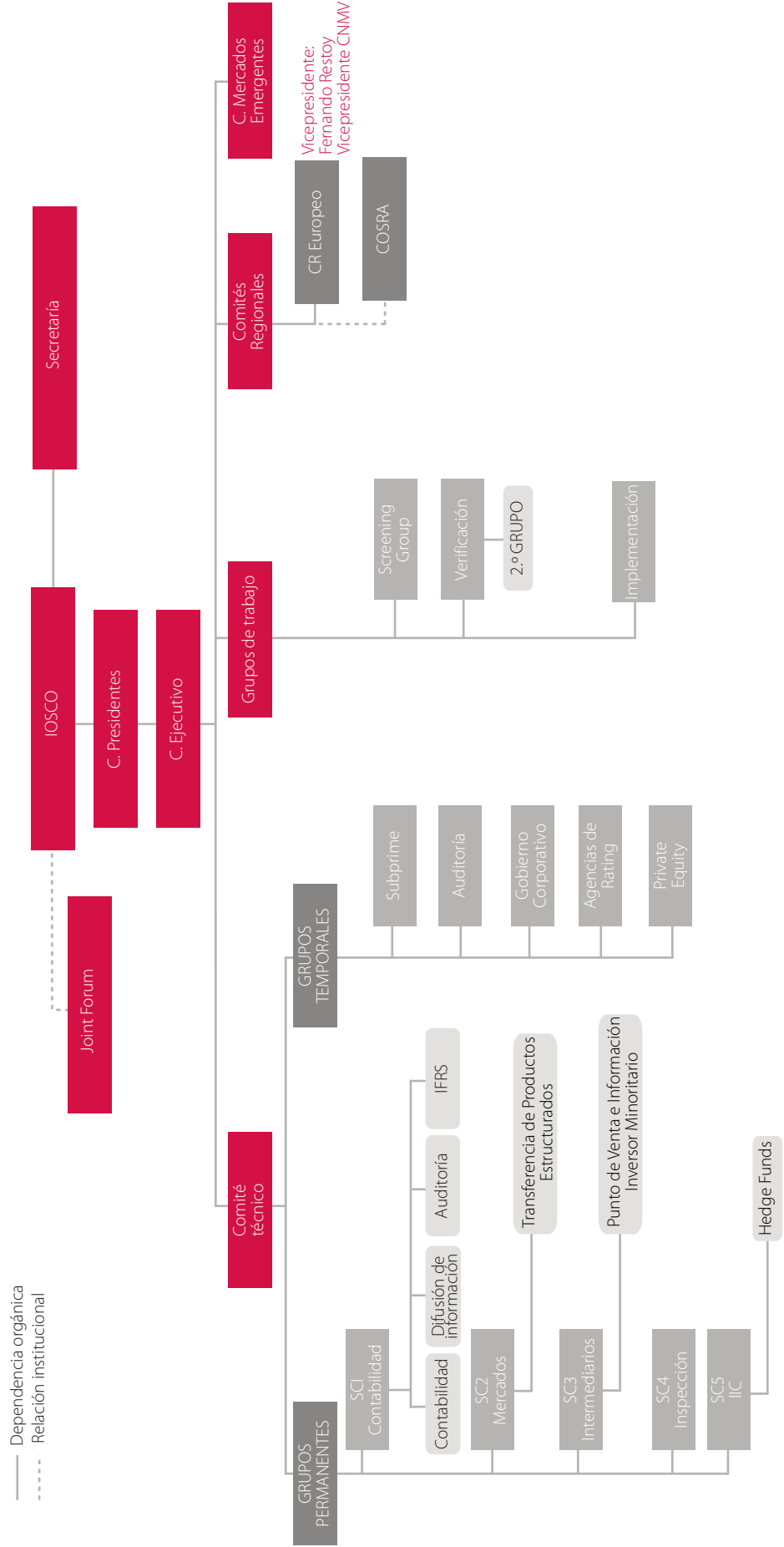
CESR: grupos y subgrupos



La regulación y supervisión de los mercados de valores
Actividades internacionales

IOSCO: grupos y subgrupos

CUADRO 14.3



V CNMV: aspectos organizativos, económicos e institucionales

15 Organización

CNMV: aspectos
organizativos, económicos
e institucionales
Organización

15.1 Recursos humanos

A finales de 2008 la CNMV contaba con una plantilla de 369 empleados, lo cual supone un aumento de 18 personas respecto al año 2007. Este crecimiento neto de plantilla fue el resultado de la incorporación de 38 empleados y de 20 bajas.

Plantilla de la CNMV: composición por categorías profesionales

CUADRO 15.1

Número de empleados a 31 de diciembre

	2007			2008		
	Total	Hombres	Mujeres	Total	Hombres	Mujeres
Servicios	9	8	1	9	8	1
Administrativos/Oper. Informáticos	63	12	51	66	14	52
Técnicos	258	122	136	274	131	143
Dirección	21	14	7	20	13	7
Total	351	156	195	369	166	203

Fuente: CNMV.

Distribución del personal entre las direcciones de la CNMV

CUADRO 15.2

Número de empleados a 31 de diciembre

	2007			2008		
	Total	Hombres	Mujeres	Total	Hombres	Mujeres
Direcciones Generales de línea:	219	92	127	234	100	134
Entidades	97	39	58	103	42	61
Mercados	90	40	50	98	45	53
Servicio Jurídico	32	13	19	33	13	20
Direcciones	116	60	56	119	63	56
Consejo	16	4	12	16	3	13
Total	351	156	195	369	166	203

Fuente: CNMV.

Está previsto que los procesos de selección para cubrir las 45 plazas correspondientes a la Oferta de Empleo Público de 2008 finalicen a lo largo del primer semestre del año 2009. Considerando la cobertura de dichas plazas, el crecimiento estimado del año 2008 hubiera sido del 18% (véase cuadro 15.3).

Distribución del personal entre las direcciones de la CNMV (previsión) CUADRO 15.3

Previsión del número de empleados a 31 de diciembre de 2008 considerando las 45 plazas de la Oferta de Empleo Público

	2007	2008		Total plantilla prevista
	Total plantilla real	Total plantilla real	Posiciones convocadas	
Direcciones Generales de línea:	219	234	32	266
Entidades	97	103	23	126
Mercados	90	98	8	106
Servicio Jurídico	32	33	1	34
Direcciones	116	119	13	132
Consejo	16	16	0	16
Total	351	369	45	414

Fuente: CNMV.

Durante 2008 se llevaron a cabo las siguientes iniciativas en el ámbito de la política de recursos humanos:

- Se puso en marcha un Programa de Desarrollo de Titulados dotado con diez plazas de la Oferta de Empleo Público de 2008. La finalidad del Programa es facilitar a los candidatos seleccionados la adquisición de una visión global del funcionamiento de la CNMV. El Programa tiene una duración de dos años, durante los cuales los titulados realizarán rotaciones de entre seis meses y un año en diferentes departamentos de la CNMV. En esos periodos se realizarán acciones formativas específicas adaptadas a las necesidades de dicho colectivo. El inicio del programa tendrá lugar en el primer semestre del año 2009, una vez haya terminado el proceso de selección en marcha. Está ya prevista una nueva edición del Programa en el año 2009.
- Se realizó un análisis de las necesidades formativas existentes en cada Departamento con vistas a elaborar el plan de formación interna que se implantará durante 2009. Además, se lanzó una nueva edición del Programa de Formación en inglés, con el objetivo de seguir avanzando en el desarrollo de las habilidades de comunicación en este idioma.
- El proceso de negociación con el Comité de Empresa del que será el primer Convenio Colectivo para el personal laboral de la CNMV, iniciado en 2007, avanzó de manera significativa durante 2008, habiéndose abordado aproximadamente las tres cuartas partes del mismo.
- Se hizo efectivo el primer acuerdo con el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) por el que se pone en marcha el programa dedicado a promover el intercambio de profesionales entre los diferentes supervisores europeos a través de asignaciones temporales en referencia a este tema.
- En materia de Prevención Riesgos Laborales, como consecuencia de la revisión del Plan de Autoprotección del edificio de la calle Marqués de Villamagna, 3, se revisó y actualizó el Plan de Emergencias, Evacuación y Primeros Auxilios de las instalaciones de la CNMV en dicho edificio.

15.2 Sistemas de información

Los sistemas de información de la CNMV, durante 2008, buscaron dos importantes objetivos: (i) implantar las herramientas informáticas necesarias para dar soporte a la aplicación de las nuevas Circulares que han entrado en vigor y (ii) dotar, dentro del Plan General de Contingencias, las nuevas infraestructuras del centro IT principal, el centro IT de respaldo y el centro alternativo de usuarios. Además, se siguió con el plan de potenciar la administración electrónica, con incorporación de siete nuevos trámites al Registro Electrónico.

En el ámbito de la información regulada de las sociedades emisoras, se implantaron nuevas aplicaciones informáticas para la recepción, registro y difusión de las participaciones significativas, el informe anual de gobierno corporativo y la información financiera intermedia (informes trimestrales y semestrales) con una nueva taxonomía IPP en XBRL.

También se desarrollaron nuevos procesos para permitir la recepción, explotación y, en su caso, difusión, de la información periódica de las IIC remitida a la CNMV. Se finalizó la implantación de la nueva versión del folleto electrónico de las IIC.

Por otro lado, se completaron los procedimientos de recepción electrónica, por distintas vías y de distintas fuentes, de las transacciones en instrumentos financieros, con la novedad de la incorporación de los datos del titular de la operación.

En cuanto al proyecto piloto dentro de la gestión integral de documentos en soporte imagen, finalizó y se implantó el nuevo sistema en todos los procedimientos de la Dirección de Autorización y Registro de Entidades.

Plan de Actividades de la CNMV 2009: revisión y actualización

El pasado mes de febrero, la CNMV presentó su Plan de Actividades 2009 continuando con la práctica iniciada en octubre de 2007 de elaborar y difundir el plan de trabajo de la institución con una periodicidad anual. El Plan, que entre los supervisores europeos sólo publica la FSA británica, constituye un ejercicio de transparencia y rendición de cuentas más allá de lo exigido por la ley, ya que en él se detallan los objetivos establecidos hasta el primer trimestre de 2010 e incluye una revisión del seguimiento de los compromisos asumidos en el primer Plan 2007-2008, informando sobre su grado de cumplimiento y explicando, en su caso, los motivos de los cambios o retrasos.

El grado de ejecución de los planes previstos para el ejercicio 2008 estuvo condicionado por la complejidad del entorno financiero mundial. Como resultado de la intensificación de la crisis y la sucesión de acontecimientos imprevisibles, la CNMV tuvo que reevaluar prioridades y redefinir objetivos para adecuarse a las nuevas demandas.

Sucesos como la quiebra de Lehman Brothers o la estafa de Madoff obligaron a destinar recursos no previstos a la estimación y seguimiento de sus efectos, con el objetivo de fomentar la máxima transparencia posible de los impactos y realizar una adecuada supervisión. Asimismo, durante 2008, se intensificó la colaboración con el Gobierno en asuntos tales como la implementación del

Fondo de Adquisición de Activos Financieros o los avales públicos. Dicha colaboración se amplió también a la definición y coordinación de posiciones en el ámbito internacional, consecuencia de la creciente actividad de los distintos foros internacionales en el debate sobre la crisis financiera.

Por otra parte, diversos objetivos han requerido más medios de los inicialmente estimados. Así, por ejemplo, ha sido necesario dedicar una especial atención a la revisión de los procesos de valoración de activos en situaciones de mercados poco líquidos, tanto en las carteras de las instituciones de inversión colectiva como en los balances de las sociedades. A su vez, se han intensificado los recursos destinados a la determinación y aplicación de criterios en los procesos de emisión de las entidades de crédito destinados a su clientela, con el objetivo de promover una apropiada información para el inversor sobre las condiciones de emisión, asegurar que su valoración es razonable y vigilar el cumplimiento de las buenas prácticas en la comercialización de dichas emisiones.

En este contexto, la CNMV llevó a cabo, durante el último año, un elevado porcentaje de los 67 objetivos inicialmente previstos en el Plan 2007-2008. En concreto, se ha completado el 85% de los objetivos, incluyendo los que se han ultimado en el primer trimestre de 2009. De estos, 41 objetivos, el 61% del total, lo han sido dentro del periodo completo del Plan. Si a estos se añaden los 11 que se han finalizado en el primer trimestre de 2009 y se excluyen aquellos cuyo cumplimiento no dependía únicamente de la CNMV, cabe afirmar que sólo 10 objetivos, el 15% del total, no han podido llevarse a cabo en los términos previstos inicialmente. En concreto, es destacable el elevado esfuerzo normativo realizado por la CNMV en el último año. De las 21 Circulares previstas en el Plan, se han elaborado y aprobado 16, lo que supone un esfuerzo normativo equivalente al número de circulares elaboradas en el último sexenio por esta institución.

El Plan de Actividades para 2009 mantiene los ejes estratégicos acordes con lo establecido en la LMV, haciendo especial énfasis en las enseñanzas de la crisis y en la necesidad de recuperar la confianza en el sistema financiero. El Plan continúa el esfuerzo regulador de la CNMV con el compromiso de aprobación de nueve circulares más, de forma tal que en los dos últimos años la CNMV habrá aprobado dos tercios de las circulares elaboradas en sus 21 años de vida. El Plan enfatiza la mejora de la transparencia como uno de los principales objetivos, manteniendo el rigor en la supervisión de la información financiera de las entidades cotizadas y en la calidad de la información destinada a los inversores minoristas. Asimismo, el Plan 2009 persigue el aumento de la calidad en la prestación de los servicios de inversión, la mejora de la formación y protección de los inversores y la detección de las posibles prácticas de abuso de mercado. Por otra parte, constata la necesidad de fortalecer los mecanismos de cooperación entre autoridades supervisoras, en especial en la vigilancia de los grupos e instituciones con ámbito global, como pueden ser las agencias de *rating*, a la vez que, del mismo modo que en el Plan anterior, concreta un conjunto de objetivos destinados a la mejora de la organización interna y fortalecimiento del capital humano, con el objetivo de aumentar la flexibilidad y eficacia de la institución.

XX Aniversario de la CNMV

En 2008 se cumplieron veinte años de la creación de la CNMV, en virtud de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, constituyéndose como pieza esencial de la reforma del mercado de valores español que se inició en 1988. Con motivo del vigésimo aniversario de la CNMV se desarrollaron a lo largo de 2008 una serie de actividades conmemorativas destinadas a reflexionar sobre la transformación de los mercados de valores, así como sobre los retos aún pendientes en términos de integración financiera y adecuación de las estructuras de supervisión.

Gran parte de los actos tuvieron lugar durante el mes de septiembre de 2008, coincidiendo con la reunión en Madrid de los Comités Técnico y Ejecutivo de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), de la que la CNMV es miembro y cuya sede se encuentra en Madrid.

En concreto, cabe destacar la celebración de la Conferencia Internacional XX Aniversario, que reunió a representantes de los principales reguladores del mundo y del mercado financiero para debatir sobre las perspectivas globales y los retos de los mercados de valores, así como la situación y perspectivas del proceso de integración de los mercados europeos de valores.

La conferencia contó con la participación de expertos y profesionales como el Comisario Europeo de Asuntos Económicos, Joaquín Almunia, la Presidenta de la Comisión de Valores de Nueva Zelanda y del Comité Ejecutivo de IOSCO, Jane Diplock, o el Presidente de CESR, Eddy Wymeersch. El Vicepresidente Segundo del Gobierno de España y Ministro de Economía y Hacienda, Pedro Solbes, clausuró el acto durante el almuerzo.

Las ponencias impartidas durante la Conferencia han sido recopiladas en un libro especial conmemorativo del XX Aniversario que, a su vez, incluye un análisis detallado de la transformación de los mercados financieros españoles a lo largo de los últimos veinte años, estudio que fue encomendado a Gonzalo Gil bajo el título “El sistema financiero español: situación actual y perspectivas a medio plazo”.

Por otra parte, durante el mes de septiembre se celebró el Foro Iberoamericano de Modelos de Supervisión, organizado conjuntamente con el IIMV, que reunió a los principales supervisores de Iberoamérica con el objetivo de reflexionar sobre los distintos modelos de diseño institucional de la supervisión y contó con la colaboración de la CAF y de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

Finalmente, se llevaron a cabo diversas iniciativas conmemorativas con los empleados de la CNMV, así como con los antiguos miembros del Consejo de la CNMV, con objeto de reconocer la importancia del capital humano para el continuo desarrollo de la institución.

16.1 Ingresos y gastos

La CNMV obtuvo en 2008 unos ingresos de 61,6 millones de euros y tuvo unos gastos de 42,2 millones, con lo que el excedente del ejercicio fue de 19,4 millones de euros.

La mayor parte de los ingresos procedió del cobro de tasas, que ascendieron a 55,6 millones de euros, un 1,4% más que en el ejercicio 2007. El resto de recaudación procedió, principalmente, de ingresos financieros y, en menor medida, de la facturación por la venta de publicaciones y de otros ingresos (difusores profesionales de información, recuperación de gastos de anuncios de contratación administrativa, etc.).

Los gastos totales se incrementaron un 14,4% respecto al año anterior. Los correspondientes a personal, que representaron un 56,5% del total de gastos, crecieron un 4,5% con un aumento de la plantilla media del 1,7%. El resto de las partidas de gasto creció un 30,6%. Este incremento se centró en otros gastos de gestión, cuyo aumento interanual fue del 33,8%, derivado de un mayor gasto en arrendamientos y de la adquisición de material no capitalizable. El incremento del gasto por arrendamiento es debido al alquiler de nuevas oficinas con objeto de reubicar al personal durante la obra de rehabilitación que está prevista en el edificio sede. En cuanto a la partida de material no capitalizable, su aumento refleja las instalaciones materiales, informáticas y de seguridad llevadas a cabo durante el ejercicio 2008 en las nuevas oficinas arrendadas.

Con fecha 5 de diciembre de 2008, el Gobierno, a propuesta de la CNMV, acordó la distribución del resultado del ejercicio 2007, estableciendo el ingreso del mismo en el Tesoro Público.

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 2008 un 1,4%.

Este aumento se explica, fundamentalmente, por el ritmo ascendente en la recaudación de las tasas por supervisión de las entidades adheridas a la Sociedad de Sistemas (16,6%), que compensa la caída en la recaudación por tasas de la inscripción de folletos y entidades (-6,1%) y de la supervisión de las instituciones de inversión colectiva (-14,2%).

Ingresos por tasas en la CNMV

CUADRO 16.1

Importes en miles de euros

Actividad o servicio	2007	2008	% var. 08/07
Inscripción de folletos y entidades	11.449,1	10.755,1	-6,1
Inscripción de folletos	9.535,3	9.881,0	3,6
Folletos de emisión	7.461,7	7.973,4	6,9
Folletos de admisión	590,9	339,4	-42,6
Verificación requisitos de admisión AIAF	1.482,6	1.568,2	5,8
Inscripción de entidades	1.166,1	660,0	-43,4
Autorización de opas	747,8	214,1	-71,4
Supervisión de mercados	29.549,3	32.739,0	10,8
Actividad de miembros de AIAF	237,3	270,6	14,0
Actividad de participantes en Sociedad de Sistemas	17.237,4	20.093,6	16,6
Actividad de miembros de Bolsa	11.650,6	11.853,8	1,7
Actividad de miembros de MEFF RF	2,5	2,4	-6,1
Actividad de miembros de MEFF RV	420,2	517,3	23,1
Actividad de miembros de MFAO	1,1	1,3	12,8
Supervisión de entidades	13.874,9	12.139,7	-12,5
Supervisión IIC	12.766,7	10.959,5	-14,2
Fondos de inversión	10.922,3	9.077,5	-16,9
Sociedades de inversión	1.471,8	1.529,1	3,9
Fondos de inversión inmobiliaria	352,1	337,3	-4,2
Sociedades de inversión inmobiliaria	20,4	15,6	-23,5
Supervisión sociedades gestoras de IIC y FT	260,7	270,6	3,8
Sociedades gestoras de IIC	246,7	255,8	3,7
Sociedades gestoras de fondos titulización	14,0	14,8	5,8
Supervisión empresas servicios de inversión	847,5	909,7	7,3
Sociedades gestoras de cartera	17,0	14,5	-14,5
Sociedades y agencias de valores	830,5	895,1	7,8
Expedición de certificados	3,5	4,2	22,6
Total	54.876,7	55.638,1	1,4

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, facilitando la difusión y utilización de los mismos entre todos sus usuarios. En nuestro país el ISIN es utilizado como primer identificador a nivel 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 a finales de 2008 alcanzó la cifra de 78 países miembro de pleno derecho y 23 asociados que representaban a otros 35 países.

Las exigencias de intercambio y difusión de información de las nuevas directivas europeas y el deseo de la Comisión Europea (CE) de utilizar estándares internacionales, están obligando a ANNA a reconsiderar el ámbito de la codificación de instrumentos financieros, sobre todo en lo que se refiere a derivados y productos estructurados. También, en relación con estas nuevas exigencias, y de acuerdo con el Reglamento 1287/2006 de la CE, por el que se aplica la Directiva sobre Instrumentos y Mercados Financieros (MiFID), la CNMV, como autoridad competente española, elabora y mantiene diariamente una lista actualizada de instrumentos financieros admitidos a negociación en los mercados regulados españoles. Dentro de esa lista está incluido el código ISIN de cada instrumento financiero como identificador de los mismos y la autoridad competente a la luz de la MiFID.

Los movimientos en la base de datos de la ANCV durante 2008 alcanzaron la cifra de 34.550, lo que supone un incremento del 4,5% en relación al año 2007. Este aumento se materializó principalmente en valores de renta fija, tales como bonos y cédulas.

El mercado primario de renta fija, sobre todo privada, se mostró muy dinámico, especialmente las emisiones de valores a medio y largo plazo, como bonos de titulación y cédulas hipotecarias, contribuyendo a un aumento significativo del número de códigos ISIN asignados a este tipo de valores (véase cuadro 17.1). También se produjo un incremento en el volumen de contratos de opciones codificados dentro del mercado de productos derivados financieros. Por último, cabe reseñar el descenso significativo del número de emisiones de *warrants* codificados.

Al finalizar el año, el número de valores y otros instrumentos financieros con código ISIN en vigor ascendía a 22.495, lo que supone un leve incremento del 0,8%

1. International Securities Identification Number.

2. Classification of Financial Instruments.

sobre el año 2007. Los valores e instrumentos financieros cotizados representaban el 55% del total.

Número de valores y otros instrumentos financieros codificados¹

CUADRO 17.1

	Cotizados			Total		
	2007	2008	% var.	2007	2008	% var.
Deuda pública ²	257	263	2,33%	261	265	1,5
Renta variable ³	3.531	3.578	1,33%	13.483	13.435	-0,4
Obligaciones	387	367	-5,17%	452	426	-5,8
Bonos	1.386	1.711	23,45%	1.468	1.768	20,4
Cédulas	144	184	27,78%	185	238	28,7
Pagarés	2.562	2.556	-0,23%	2.562	2.556	-0,2
Warrants/derechos	1.407	1.480	5,19%	1.753	1.564	-10,7
Letras del Tesoro	11	12	9,09%	11	12	9,1
Opciones	2.051	2.158	5,22%	2.051	2.158	5,2
Futuros	82	73	-10,98%	82	73	-11,0
Total	11.818	12.382	4,77%	22.308	22.495	0,84

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 2008 hubo un descenso del 18,9% respecto al año anterior (véase cuadro 17.2). La bajada de consultas sobre códigos nacionales, un 38%, fue debida, en gran medida, a la información disponible sobre los mismos en la página web de la CNMV. Sin embargo, las consultas sobre códigos extranjeros experimentaron un notable aumento del 45,8%, mostrando la universalidad del código ISIN como identificador de valores e instrumentos financieros. De este modo, en 2008, el número total de consultas fue de 893 frente a las 1.101 de 2007. El 59% de las consultas hicieron referencia a códigos nacionales y el resto a códigos extranjeros.

Consultas atendidas directamente por la ANCV

CUADRO 17.2

	2007	2008	% var.
Códigos nacionales	850	527	-38,0
Códigos extranjeros	251	366	45,8
Total	1.101	893	-18,9

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, y está integrado por representantes de los mercados secundarios oficiales, de los emisores y de los inversores, así como de las Comunidades Autónomas con mercados secundarios oficiales. Este Comité, presidido por el Vicepresidente de la CNMV, fue creado por la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV) y su informe resulta preceptivo, según el artículo 23 de esta Ley, 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 las sucursales 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 Ministerio de Economía y Hacienda. De esta forma se hace efectivo el principio de audiencia de los sectores afectados en el procedimiento de elaboración de disposiciones administrativas.

Adicionalmente, con el fin de promover una mayor participación del sector y en línea con las recomendaciones internacionales de análisis de impacto de la normativa, la CNMV acordó potenciar la función de asesoramiento del Comité Consultivo al Consejo, ampliando sus actuaciones en materias 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 se corresponden con consultas de organismos internacionales, como CESR, o con otras iniciativas de la CNMV o del propio Comité. Los cuadros 18.1 y 18.2 recogen las actuaciones del Comité Consultivo en 2008.

Por otra parte, durante el ejercicio 2008, el Comité Consultivo ha sufrido los siguientes cambios:

- Los miembros del Comité fueron renovados el 1 de abril de 2008, transcurridos cuatro años desde que los anteriores fueran elegidos para desempeñar sus cargos

en 2004, tal y como establece la normativa vigente. En los Anexos Organizativos se detalla la composición del Comité Consultivo.

- Con fecha 6 de octubre de 2008 se produjo la renovación del Presidente de la CNMV y el nombramiento del nuevo Vicepresidente de la CNMV, D. Fernando Restoy, que pasó a ostentar la Presidencia del Comité Consultivo tras la finalización del mandato de D. Carlos Arenillas Lorente como Vicepresidente de la CNMV.

Respecto a la renovación de los miembros del Comité Consultivo, el Real Decreto 504/2003, de 2 de mayo, es la norma que detalla la composición y las reglas de funcionamiento del mismo y, por tanto, también dispone la forma en que este órgano debe renovar a sus miembros.

El Comité Consultivo está formado por dieciséis miembros titulares, 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 (regulado). Asimismo, se designan dieciséis miembros suplentes. Estos miembros son elegidos siguiendo el procedimiento detallado en el Real Decreto 504/2003, de 2 de mayo.

El 30 de enero de 2008 el Consejo de la CNMV acordó iniciar el procedimiento de renovación y el día 24 de marzo de 2008 se acordó el nombramiento de los candidatos, siendo efectivos los nombramientos desde el 1 de abril de 2008.

18.2 Actuaciones del Comité durante 2008

En el año 2008, el número de asuntos tratados por el Comité Consultivo ascendió a 41, con relación a los 49 de 2007 y los 39 de 2006. La distribución por tipo de actuaciones se recoge en el cuadro 18.1.

Tipo de expedientes sometidos a la opinión del Comité Consultivo CUADRO 18.1

N.º de asuntos	2007	2008
Informes preceptivos de normas	14	24
Propuestas de sanciones muy graves	6	3
Autorizaciones, revocaciones y operaciones societarias de ESI	15	4
Consultas voluntarias (IOSCO, CESR y otros)	14	10
Total	49	41

Fuente: CNMV.

En cuanto al tipo de expedientes, cabe destacar el aumento notable, tanto en términos absolutos como relativos, de los informes preceptivos de normas, que han pasado a representar casi el 60% de los asuntos tratados por el Comité, como consecuencia de la gran actividad normativa derivada de la transposición y desarrollo de la legislación comunitaria. Los expedientes por autorizaciones, revocaciones y operaciones societarias de ESI, por su parte, se redujeron de forma significativa.

Actuaciones del Comité Consultivo en 2008

CUADRO 18.2

CNMV: aspectos organizativos, económicos e institucionales
Comité Consultivo de la CNMV

Fecha	Normas de informe preceptivo	Propuestas de sanciones muy graves	Operaciones societarias ESI y sucursales	Consultas otros temas
Enero: 21/01/08	Proyecto de Real Decreto sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión.			
	Proyecto de Orden sobre operaciones de las Instituciones de Inversión Colectiva de carácter financiero en instrumentos financieros derivados.			
	Proyecto de Real Decreto por el que se modifica el artículo 59 del Reglamento que desarrolla la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.			
	Proyecto de Orden por la que se regulan determinados aspectos del régimen jurídico del depositario de IIC.			
	Proyecto de Real Decreto de recursos propios de las entidades financieras.			
Febrero: 18/02/08	Proyecto de Orden 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.		Autorización de SARASIN ALÉN, AGENCIA DE VALORES, S.A.	
			Autorización de ALLFUNDS ALTERNATIVE, SOCIEDAD DE VALORES, S.A.	

Actuaciones del Comité Consultivo en 2008 (continuación)

CUADRO 18.2

Fecha	Normas de informe preceptivo	Propuestas de sanciones muy graves	Operaciones societarias ESI y sucursales	Consultas otros temas
			Autorización para la transformación de TRESSIS, AGENCIA DE VALORES, S.A. en Sociedad de Valores y modificación de su programa de actividades.	
			Autorización de FINANCIAL LAB, A.V., S.A.	
Marzo: 17/03/08	Proyecto de Orden EHA/XX/2008 sobre el préstamo de valores de las Instituciones de Inversión Colectiva.			
	Proyecto de Circular por la que se modifica parcialmente la Circular 4/1994, de 14 de diciembre, sobre normas contables, obligaciones de información, determinación del valor liquidativo y coeficientes de inversión y operativos y actuaciones en las tasaciones de inmuebles de las sociedades y fondos de inversión inmobiliaria.			
Abril: 14/04/08	Proyecto de Real Decreto por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario.	Sanción 1 por remisión de información de carácter financiero y contable conteniendo datos inexactos, no veraces y con omisión de aspectos relevantes.		Consulta de IOSCO sobre el papel de las agencias de <i>rating</i> en los mercados de productos estructurados
		Sanción 2 por negativa u obstrucción a la acción inspectora de la CNMV.		

Actuaciones del Comité Consultivo en 2008 (continuación)

CUADRO 18.2

CNMV: aspectos organizativos, económicos e institucionales
Comité Consultivo de la CNMV

Fecha	Normas de informe preceptivo	Propuestas de sanciones muy graves	Operaciones societarias ESI y sucursales	Consultas otros temas
Junio: 09/06/08	Proyecto de Circular contable de Instituciones de Inversión Colectiva.			Borrador de modelo de informe y guías de actuación para trabajos de revisión limitada sobre estados financieros intermedios.
	Proyecto de Circular de Informes Trimestrales, Semestral y Anual de las IIC y del estado de posición.			Borrador de criterios a seguir para la elaboración de informes especiales de estados financieros.
				Propuesta de modificación legislativa para la resolución del obstáculo de los valores embargados en el caso de compraventas forzadas como consecuencia de una Oferta Pública de Adquisición.
Julio: 15/07/08	Anteproyecto de Ley por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito.			Consulta de la Comisión Europea sobre modificaciones de las decisiones de creación de CESR, CEBS y CEIOPS.
	Anteproyecto de Ley de Servicios de Pago.			Consulta de CESR sobre el tercer conjunto de directrices de información y aplicación común de la Directiva de Abuso de Mercado.
	Proyecto de Circular sobre determinación del valor liquidativo y aspectos operativos de las Instituciones de Inversión Colectiva			Consulta de CESR sobre el asesoramiento técnico a la Comisión Europea en la regulación de <i>commodities</i> .

Actuaciones del Comité Consultivo en 2008 (continuación)

CUADRO 18.2

Fecha	Normas de informe preceptivo	Propuestas de sanciones muy graves	Operaciones societarias ESI y sucursales	Consultas otros temas
				Borrador de Criterios y Recomendaciones sobre detección y comunicación de operaciones sospechosas.
Septiembre: 22/09/08	Proyecto de Orden Ministerial por la que se desarrolla el artículo 82.5 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de comunicación de información relevante.			Consulta CESR, CBS, CEIOPS sobre adquisiciones de participaciones significativas en entidades financieras.
	Proyecto de Circular contable de ESI, SGIC y SGEGR.			
	Proyecto de Circular de solvencia de ESI.			
Octubre: 20/10/08	Proyecto de Circular sobre categorías de IIC en función de su vocación inversora.			Consulta de CESR sobre el pasaporte de las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva.
	Proyecto de Circular sobre requerimientos de información estadística de activos y pasivos de las instituciones de inversión colectiva de la Unión Europea.			
Noviembre: 17/11/08	Proyecto de Circular sobre normas contables, estados de información reservada y pública, y cuentas anuales de las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales, de las entidades rectoras de los sistemas multilaterales de negociación, de la Sociedad de Sistemas, las entidades de contrapartida central y la Sociedad de Bolsas.	Sanción 3 por remisión de comunicación de participación significativa en una sociedad cotizada con demora.		

Actuaciones del Comité Consultivo en 2008 (continuación)

CUADRO 18.2

CNMV: aspectos organizativos, económicos e institucionales
Comité Consultivo de la CNMV

Fecha	Normas de informe preceptivo	Propuestas de sanciones muy graves	Operaciones societarias ESI y sucursales	Consultas otros temas
	Proyecto de Circular por la que se aprueban los modelos a los que deberán ajustarse los anuncios y las solicitudes de autorización de las ofertas públicas de adquisición de valores.			
	Proyecto de Circular sobre Empresas de Asesoramiento Financiero (EAFI).			
	Proyecto de Circular sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las entidades de capital-riesgo.			
Diciembre. 15/12/08	Proyecto de Circular sobre normas contables, cuentas anuales, estados financieros públicos y estados reservados de información estadística de los Fondos de Titulización de Activos.			

VI Informe del Órgano de Control Interno



INFORME DE AUDITORÍA PREVISTO EN LA LEY
44/2002, DE MEDIDAS DE REFORMA DEL SISTEMA
FINANCIERO.-AÑO 2008



1.- Introducción

El Departamento 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 Auditoría y Actuaciones de Control Interno aprobado por el Consejo de la Comisión en su sesión de 21 de enero de 2009, 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 21 de enero de 2009.



2.- Objetivos y alcance

El objetivo del presente trabajo es comprobar la adaptación a la normativa procedimental aplicable en la adopción de las decisiones en materia de supervisión, de los órganos de gobierno de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, durante el ejercicio 2008.

Las normas básicas aplicables a los procedimientos de la CNMV son las siguientes:

- Ley del Mercado de Valores. (24/1998, de 28 de julio).
- Ley de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y Procedimiento Administrativo Común (30/1992 de 26 de noviembre)
- Reglamento de Régimen Interior de la CNMV.

Además se han tenido en cuenta el Acuerdo sobre delegación de competencias a favor del Presidente, el Vicepresidente y el Comité Ejecutivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de 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 2008 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 en materia de procedimiento y competencia aplicables a cada caso.

Madrid, 26 de marzo de 2009

Directora del Departamento
de Control Interno

Fdo.: Margarita García Muñoz

VII Cuentas de la CNMV

Resumen de las cuentas anuales formuladas por la CNMV. Ejercicio 2008

1 Balance de situación

N.º Cuentas	Activo	Ejercicio corriente	Ejercicio anterior
	A) INMOVILIZADO	33.960.081,31	32.037.537,61
	II. Inmovilizaciones inmateriales	2.531.027,73	1.937.318,59
215	3. Aplicaciones informáticas	5.211.709,90	4.266.013,27
281	7. Amortizaciones	-2.680.682,17	-2.328.694,68
	III. Inmovilizaciones materiales	31.427.817,71	30.098.983,15
220, 221	1. Terrenos y construcciones	28.748.375,47	28.646.223,02
226	3. Utillaje y mobiliario	3.059.881,77	2.602.672,30
227, 228	4. Otro inmovilizado	5.635.594,22	4.092.755,28
282	5. Amortizaciones	-6.016.033,75	-5.242.667,45
	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	134.240.025,50	115.906.610,05
	II. Deudores	5.541.986,08	11.706.566,54
460, 469	1. Deudores varios	5.522.542,01	11.711.840,78
471	3. Administraciones Públicas	337,74	0,00
555, 558	4. Otros deudores	57.268,80	27.190,65
490	5. Provisiones	-38.162,47	-32.464,89
	III. Inversiones financieras temporales	121.848.325,04	102.336.341,86
541, 546	1. Cartera de valores a corto plazo	121.816.094,17	102.319.169,42
544, 547	2. Otras inversiones y créditos a corto plazo	32.230,87	17.172,44
57	IV. Tesorería	6.624.250,39	1.644.951,16
480	V. Ajustes por periodificación	225.463,99	218.750,49
	TOTAL GENERAL (A+B+C)	168.200.106,81	147.944.147,66

2 Cuenta del resultado económico-patrimonial

N.º Cuentas	Debe	Ejercicio corriente	Ejercicio anterior
	A) GASTOS	42.167.301,30	36.846.151,49
	3. Gastos de funcionamiento de los servicios y prestaciones sociales	41.509.522,19	36.266.210,82
	a) Gastos de personal:	23.830.538,75	22.807.302,51
640, 641	a.1) Sueldos, salarios y asimilados	19.195.025,61	18.368.667,14
642, 643, 644	a.2) Cargas sociales	4.635.513,14	4.438.635,37
681, 682	c) Dotaciones para amortizaciones de inmovilizado	1.248.101,93	1.146.537,78
	d) Variación de provisiones de tráfico	47.940,96	59.797,89
675, 694, (794)	d.2) Variación de provisiones y pérdidas de créditos incobrables	47.940,96	59.797,89
	e) Otros gastos de gestión	16.355.245,01	12.220.010,92
62	e.1) Servicios exteriores	16.297.707,58	12.168.978,11
630, 632	e.2) Tributos	50.379,86	45.229,67
676	e.3) Otros gastos de gestión corriente	7.157,57	5.803,14
	f) Gastos financieros y asimilables	27.378,84	32.047,31
669	f.1) Por deudas	27.378,84	32.047,31
668	h) Diferencias negativas de cambio	316,70	514,41
	4. Transferencias y subvenciones	403.868,69	350.957,63
651	b) Subvenciones corrientes	403.868,69	350.957,63
	5. Pérdidas y gastos extraordinarios	253.910,42	228.983,04
670, 671	a) Pérdidas procedentes de inmovilizado	215.144,28	10.464,14
678	c) Gastos extraordinarios	15.542,62	0,00
679	d) Gastos y pérdidas de otros ejercicios	23.223,52	218.518,90
	AHORRO	19.438.910,75	22.652.922,29

3 Cuadro de financiación. Variación de capital circulante

Variación de capital circulante (Resumen)	Ejercicio corriente		Ejercicio anterior	
	Aumentos	Disminuciones	Aumentos	Disminuciones
2. Deudores	337,74	6.194.996,35	151.974,08	0,00
a) Deudores derivados de la actividad	0,00	6.194.996,35	151.974,08	0,00
b) Otros deudores	337,74	0,00	0,00	0,00
3. Acreedores	86.974,13	23.456.669,76	622.922,41	0,00
a) Acreedores derivados de la actividad	86.974,13	0,00	111.552,96	0,00
b) Otros acreedores	0,00	23.456.669,76	511.369,45	0,00
4. Inversiones financieras temporales	19.511.983,18	0,00	21.846.657,29	0,00
6. Otras cuentas no bancarias	47.685,62	0,00	11.235,23	0,00
7. Tesorería	4.981.723,28	2.424,05	275.698,33	821,98
a) Caja	0,00	2.424,05	0,00	821,98
c) Otros bancos e instituciones de crédito	4.981.723,28	0,00	275.698,33	0,00
8. Ajustes por periodificación	6.713,50	0,00	47.123,28	0,00
TOTAL	24.635.417,45	29.654.090,16	22.955.610,62	821,98
VARIACIÓN DEL CAPITAL CIRCULANTE	0,00	5.018.672,71	22.954.788,64	0,00

Anexos

Anexos estadísticos I

Indicadores de la economía internacional

1.1

	PIB ¹			Demanda nacional ²			Tasa de paro ³		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
OCDE	3,2	2,6	1,0	3,0	2,3	0,8	6,3	5,8	6,1
EEUU	2,8	2,0	1,1	2,8	1,4	-0,2	4,6	4,6	5,8
Japón	2,0	2,4	-0,7	1,2	1,3	-0,8	4,1	3,9	4,0
Zona euro	3,0	2,6	0,7	2,7	2,2	0,7	8,3	7,4	7,6
Alemania	3,2	2,6	1,0	1,9	1,0	1,3	10,7	9,0	7,8
España	3,9	3,7	1,2	5,3	4,4	-3,0	8,5	8,3	11,3
Francia	2,4	2,1	0,7	2,7	3,0	1,0	8,8	8,0	7,4
Italia	1,9	1,4	-1,0	1,8	1,3	-1,3	6,8	6,2	6,7 ⁴
Reino Unido	2,8	3,0	0,7	2,7	3,8	0,5	2,9	2,7	2,8

	Inflación ⁵			Saldo presupuestario ⁶			Saldo cuenta corriente ⁶		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
OCDE	2,7	2,5	3,7	-1,3	-1,4	-3,0	-1,6	1,4	-1,5
EEUU	3,2	2,9	3,8	-2,3	-2,7	-5,3	-6,2	-5,4	-4,6
Japón	0,2	0,1	1,4	-4,6	-4,0	-1,9	3,9	4,7	4,0
Zona euro	2,2	2,1	3,3	-2,1	-0,8	-1,3	0,0	0,0	-0,3
Alemania	1,6	2,3	2,6	-2,3	0,1	0,0	4,9	5,8	7,5
España	3,5	2,8	4,1	1,8	2,2	-1,6	-8,6	-9,2	-9,9
Francia	1,7	1,5	2,8	-2,7	-2,6	-3,0	-1,3	-2,3	-3,5
Italia	2,1	1,8	3,3	-4,8	-2,3	-2,5	-2,6	-2,2	-2,1
Reino Unido	2,3	2,3	3,6	-3,0	-2,8	-4,2	-3,1	-3,1	-2,8

Fuentes: Ministerio de Economía y Hacienda 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. Promedio de los tres primeros trimestres de 2008.
5. Índices de precios al consumo. Tasa de variación interanual media.
6. Superávit (+) o déficit (-) sobre el PIB (%).

Composición del activo financiero de los hogares¹

1.2

Importes en porcentajes, excepto saldo en millones de euros

	Saldo	Efectivo y depósitos	Valores de renta fija	Acciones	Fondos y sociedades de inversión	Reservas técnicas de seguros	Otros
1999	1.029.597	36,4	2,4	27,3	16,7	12,0	5,2
2000	1.048.790	39,8	2,5	23,9	13,7	13,9	6,2
2001	1.105.066	40,3	2,3	23,6	12,8	14,6	6,4
2002	1.116.987	42,3	2,5	20,4	12,0	15,7	7,1
2003	1.272.704	39,2	3,0	23,6	12,3	15,0	7,0
2004	1.386.672	39,0	2,3	23,3	12,5	15,1	7,5
2005	1.570.453	37,6	2,1	25,1	12,7	14,7	7,5
2006	1.822.366	36,8	2,5	27,5	11,7	13,8	7,6
2007	1.915.050	38,1	2,7	27,5	11,4	13,6	7,4
2008 ²	1.731.762	45,0	2,3	20,4	9,4	14,9	8,0

Promemoria: descomposición de la variación del valor de la cartera entre dic-07 y sep-08

Variación (%)	-9,6	6,8	-20,8	-33,0	-20,4	-1,0	-2,8
Variación (mill. de euros)	-183.289	49.360	-10.618	-173.585	-41.840	-2.646	-3.959
- adquisición neta de activos	15.540	50.380	-7.288	559	-30.223	6.054	-3.941
- efecto precio aproximado ³	-198.829	-1.020	-3.330	-174.144	-11.617	-8.700	-18

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 2008.
3. La aproximación del efecto precios se realiza utilizando datos de las "Cuentas financieras de la economía española". Para conocer este efecto en las instituciones de inversión colectiva con datos de la CNMV, consúltese el capítulo 6.

Composición del activo financiero de los no residentes

1.3

Importes en porcentajes, excepto saldo en millones de euros

	Saldo	Efectivo y depósitos	Valores de renta fija	Préstamos	Acciones	Fondos y sociedades de inversión	Otros
1999	670.739	28,5	18,7	11,3	33,1	0,6	7,8
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	1.142.173	27,8	23,2	16,0	25,7	0,6	6,7
2004	1.352.948	24,1	28,2	14,7	26,1	0,6	6,2
2005	1.630.248	23,6	32,7	14,0	23,6	0,3	5,8
2006	1.947.698	19,6	38,0	13,7	23,0	0,3	5,4
2007	2.228.194	20,0	37,0	13,9	23,8	0,2	5,2
2008 ¹	2.290.015	23,5	35,6	14,6	21,1	0,2	5,2

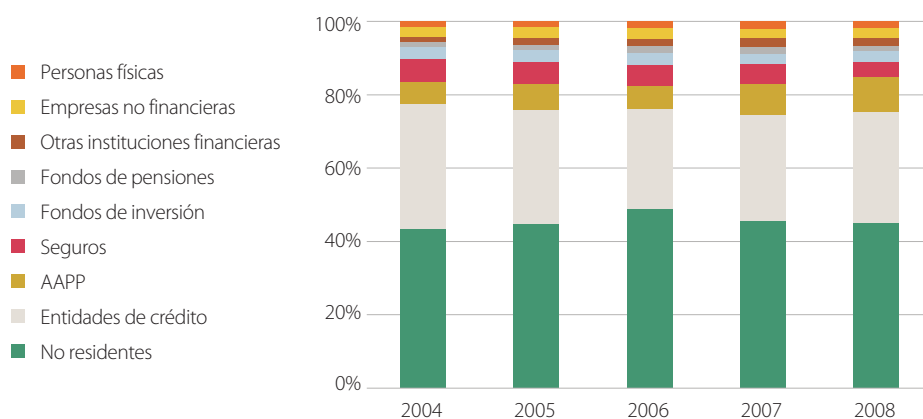
Fuente: Banco de España, "Cuentas financieras de la economía española" y elaboración propia.

1. Datos a septiembre de 2008.

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	2007	% Var 07/06 ²	2008 ³	% Var 08/07 ²
Petróleo	6.885,88	1,3	5.306,16	-23,1
Energía y agua	11.395,65	15,0	13.399,27	17,5
Minería y metálicas básicas	766,38	-30,9	290,06	-62,7
Cementos y mat. construcción	727,53	14,5	461,44	-36,0
Químicas	87,60	-30,2	-54,54	—
Textil y papeleras	1.776,06	31,8	1.549,17	-24,5
Metal-mecánica	1.047,95	42,1	557,06	-13,6
Alimentación	422,15	-17,5	218,44	-42,5
Construcción	6.431,74	8,9	1.897,89	-63,1
Inmobiliarias	1.348,47	-59,6	-7.423,36	—
Transportes y comunicaciones	12.125,11	49,5	11.921,73	-1,6
Otros no financieros	2.872,34	15,5	1.758,41	-29,6
Bancos	25.422,13	24,3	22.381,45	-12,5
Seguros	330,52	77,1	1.408,80	-19,1
Sociedades de cartera	1.903,91	-35,3	893,81	-52,9
Total	73.543,40	13,8	54.565,78	-25,7

Fuente: CNMV.

- 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.
- 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.
- Han sido excluidas las empresas que no habían remitido todavía los resultados del segundo semestre de 2008.

%

Sector CNMV	ROA ² 2007	ROA ² 2008 ⁴	ROE ³ 2007	ROE ³ 2008 ⁴
Petróleo	12,1	8,1	16,1	11,8
Energía y agua	5,9	5,8	10,7	18,2
Minería y metálicas básicas	8,3	3,4	14,4	6,9
Cementos y mat. construcción	10,4	6,4	16,2	13,5
Químicas	2,9	—	6,8	—
Textil y papeleras	12,0	9,3	16,6	13,3
Metal-mecánica	5,9	2,8	23,3	20,7
Alimentación	3,9	1,7	8,5	7,7
Construcción	3,2	1,0	15,7	7,7
Inmobiliarias	2,0	—	11,2	—
Transportes y comunicaciones	8,2	8,4	31,1	31,9
Otros no financieros	7,3	4,9	21,0	17,6
Bancos	1,4	1,1	17,5	16,3
Seguros	5,3	2,7	7,0	13,9
Sociedades de cartera	4,4	2,0	11,4	8,2
Total	2,7	1,8	16,2	13,4

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.
4. Han sido excluidas las empresas que no habían remitido todavía los resultados del segundo semestre de 2008.

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta: importe efectivo

II.1

Importes en millones de euros

Emisor	Importe efectivo ¹	Tipo de operación	Fecha de registro CNMV
Vidrala, S.A.	0,00	Ampliación de capital liberada	15/01/08
Laboratorios Farmacéuticos Rovi, S.A.	9,53	Ampliación de la OPV por el ejercicio de la opción de compra <i>green shoe</i>	15/01/08
Bankinter, S.A.	2,71	Ampliación de capital por conversión	24/01/08
Avanzit, S.A.	5,22	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	24/01/08
Service Point Solutions, S.A.	1,15	Ampliación de capital por conversión	31/01/08
Jazztel, Plc.	0,30	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	07/02/08
Sogecable, S.A.	0,57	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	07/02/08
Azkoyen, S.A.	0,00	Ampliación de capital liberada	13/02/08
Dogi International Fabrics, S.A.	0,10	Ampliación de capital por conversión	06/03/08
Itínere Infraestructuras, S.A.	4.174,06	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	27/03/08
Service Point Solutions, S.A.	0,00	Ampliación de capital liberada	15/04/08
Tecnocom, Telecomunicaciones y Energía, S.A.	1,58	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	17/04/08
Tavex Algodonera, S.A.	39,93	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	22/04/08
Itínere Infraestructuras, S.A.	0,00	Ampliación de capital liberada	22/04/08
Afirma Grupo Inmobiliario, S.A.	395,50	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	30/04/08
European Aeronautic Defence and Space Company Eads, N.V.	0,61	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	30/04/08
Promotora de Informaciones, S.A.	4,33	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	13/05/08
Iberia Líneas Aéreas de España, S.A.	0,31	Ampliación de capital por conversión	27/05/08
Faes Farma, S.A.	0,00	Ampliación de capital liberada	03/06/08
Fersa Energías Renovables, S.A.	280,54	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	03/06/08
Abertis Infraestructuras, S.A.	0,00	Ampliación de capital liberada	10/06/08
Cartera Industrial Rea, S.A.	24,71	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	17/06/08
Banco de Valencia, S.A.	0,00	Ampliación de capital liberada	24/06/08
Inmobiliaria Colonial, S.A.	0,00	Ampliación de capital liberada	24/06/08
Caja de Ahorros del Mediterráneo	292,00	Cuotas participativas	26/06/08
Indo Internacional, S.A.	16,70	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	01/07/08
Mapfre, S.A.	1.208,60	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	01/07/08
Dogi International Fabrics, S.A.	4,28	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	03/07/08
Prim, S.A.	0,00	Ampliación de capital liberada	08/07/08
Service Point Solutions, S.A.	3,29	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	24/07/08

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta: importe efectivo (continuación)

II.1

Importes en millones de euros

Emisor	Importe efectivo ¹	Tipo de operación	Fecha de registro CNMV
Zardoya Otis, S.A.	0,00	Ampliación de capital liberada	05/08/08
European Aeronautic Defence and Space Company Eads, N.V.	23,77	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	05/08/08
Tecnocom, Telecomunicaciones y Energía, S.A.	24,66	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	10/09/08
Inbesos, S.A.	635,33	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	12/09/08
Jazztel, Plc.	0,01	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	02/10/08
Jazztel, Plc.	14,05	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	07/10/08
Ahorro Familiar, S.A.	50,77	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	09/10/08
Inypsa Informes y Proyectos, S.A.	0,00	Ampliación de capital liberada	09/10/08
Banco Santander, S.A.	1.436,29	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	13/10/08
Vértice Trescientos Sesenta Grados, S.A.	1,81	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	14/10/08
Iberdrola, S.A.	54,67	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	28/10/08
Tecnocom, Telecomunicaciones y Energía, S.A.	0,00	Ampliación de capital liberada	30/10/08
Sacyr Vallehermoso, S.A.	0,00	Ampliación de capital liberada	06/11/08
Banco Santander, S.A.	7.194,65	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	11/11/08
Mapfre, S.A.	151,69	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	11/11/08
Azkoyen, S.A.	0,00	Ampliación de capital liberada	20/11/08
Cintra Concesiones de Infraestructuras de Transporte, S.A.	0,00	Ampliación de capital liberada	04/12/08
Vértice Trescientos Sesenta Grados, S.A.	8,71	Ampliación de capital con derecho de suscripción preferente	11/12/08
Mecalux, S.A.	168,04	Ampliación de capital sin negociación de derechos de suscripción	11/12/08
Compañía Levantina de Edificación y Obras Públicas, S.A.	0,00	Ampliación de capital liberada	16/12/08
Inmobiliaria del Sur, S.A.	0,00	Ampliación de capital liberada	16/12/08
Prim, S.A.	0,00	Ampliación de capital liberada	18/12/08
Banco Popular Español, S.A.	118,80	Ampliación de capital sin contraprestación monetaria	22/12/08

Fuente: CNMV

1. Las ampliaciones de capital sin contraprestación monetaria se han contabilizado por su valor de mercado.

Sociedad	Mercado ²	Motivo. Procedimiento	Fecha
Banco de Castilla	SIBE	Fusión por absorción del Banco Popular Español, S.A. Boletín Bolsa de Madrid 19/12/08	22/12/2008
Banco de Crédito Balear	SIBE	Fusión por absorción del Banco Popular Español, S.A. Boletín Bolsa de Madrid 19/12/08	22/12/2008
Banco de Galicia	SIBE	Fusión por absorción del Banco Popular Español, S.A. Boletín Bolsa de Madrid 19/12/08	22/12/2008
Banco de Vasconia	SIBE	Fusión por absorción del Banco Popular Español, S.A. Boletín Bolsa de Madrid 19/12/08	22/12/2008
Distribución Integral Logista	SIBE	Exclusión con efecto 16/06/08 tras efectuarse la liquidación del <i>squeeze out</i> después de la opa de exclusión	15/06/2008
Altadis	SIBE	Boletín Bolsa de Madrid 22/02/08. Exclusión tras liquidarse opa fecha efecto 25/02/08	24/02/2008
Sogecable	SIBE	Boletín Bolsa de Madrid 19 de junio, tras venta forzosa ejecutada por Prisa en marco opa sobre Sogecable	20/06/2008
Flame ETF Ibex 35, FI	SIBE	Acuerdo de la CNMV de 22/09/08	22/09/2008
Flame ETF Monetario, FI	SIBE	Acuerdo de la CNMV de 22/09/08	22/09/2008
Flame ETF Ibex Small Caps, FI	SIBE	Acuerdo de la CNMV de 22/09/08	22/09/2008
Flame ETF Ibex Mid Caps, FI	SIBE	Acuerdo de la CNMV de 22/09/08	22/09/2008
Leucan	Corros	Boletín Bolsa de Bilbao 26 de marzo. Acuerdo Junta General Extraordinaria de Accionistas de 18/02/2008	27/03/2008
Macamju, Sicav	Corros, IIC	Bolsa de Madrid 14/01/08. Exclusión por disolución y liquidación de la sociedad	14/01/2008
Serfiex Europa	Corros, IIC	Acuerdo Junta General Ordinaria y Extraordinaria 18/04/07 Hr 82017 05/07/07. Boletín Bolsa de Madrid 01/07/08. Transformación en sociedad anónima	03/07/2008
Estabanell y Pahisa, S.A.	2.º mercado	Boletín de Bolsa de Barcelona 16/06/08	17/06/2008
Inmobiliaria Carrogio, S.A.	3.º mercado	Resolución de 11 abril de Gen. Cat.; Hr de 18 abril	18/04/2008

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.

Rentabilidad en el período (%)

	2005	2006	2007	2008	2008			
					1.º Trim.	2.º Trim.	3.º Trim.	4.º Trim.
Bolsa de Madrid								
Petróleo y energía	28,0	33,3	13,0	-33,3	-8,0	-5,5	-14,3	-10,6
Mat. básicos, industria y construcción	43,4	61,9	-3,2	-50,5	-11,3	-7,4	-22,8	-21,9
Bienes de consumo	24,2	31,9	6,1	-25,7	-4,9	-5,9	-8,1	-9,6
Servicios de consumo	21,2	8,6	-8,0	-45,1	-8,9	-23,6	-7,5	-14,7
Servicios financieros e inmobiliarios	22,7	34,9	-5,5	-49,2	-13,8	-13,0	-8,2	-26,2
Banca	16,6	27,3	-3,6	-49,0	-13,8	-12,3	-7,5	-27,1
Inmobiliarias y otros	-14,7	111,2	-40,6	-68,0	-12,2	-26,1	-28,7	-30,9
Tecnología y telecomunicaciones	-6,6	28,4	34,3	-28,8	-17,7	-7,5	-1,0	-5,6
Índice General de la Bolsa de Madrid	20,6	34,5	5,6	-40,6	-12,4	-9,8	-9,5	-16,9
Bolsa de Barcelona								
Eléctricas	29,9	48,3	12,3	-26,2	-7,0	-10,3	-11,5	0,0
Bancos	19,4	26,0	-0,8	-49,6	-14,3	-10,7	-8,1	-28,3
Químicas	29,1	7,2	-10,4	-41,5	-11,3	9,9	-16,8	-27,9
Cementos, construcción e inmobiliarias	56,9	85,6	-32,0	-61,5	-22,9	-19,4	-23,5	-18,9
Metalúrgica	17,7	77,9	8,0	-47,9	-4,0	-4,3	-19,7	-29,3
Alimentación, agrícola y forestal	35,6	32,4	-14,0	-23,1	0,0	-5,3	-11,6	-8,1
Textil y papelera	32,5	42,0	-8,5	-30,2	-15,7	-17,7	-0,5	0,9
Comercio y finanzas	26,7	34,4	-9,6	-37,7	-0,8	-9,0	-11,5	-22,0
Servicios diversos	-2,2	20,6	23,3	-32,6	-14,9	-11,0	-5,1	-6,2
BCN Global 100	12,7	29,3	5,2	-41,8	-13,8	-9,8	-9,3	-17,5

Fuente: Bolsas y Mercados Españoles.

Concentración sectorial de la capitalización¹

II.4

Número

Sector	2007				2008			
	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	4	11
Minería y metálicas básicas	1	1	4	7	1	1	3	8
Cementos y mat. construcción	1	2	3	5	1	2	3	5
Químicas	1	2	3	6	1	2	3	6
Textil y papeleras	1	1	2	19	1	1	1	19
Metal mecánica	1	3	5	17	1	2	4	17
Alimentación	1	1	3	15	1	3	4	14
Construcción	1	2	4	7	1	2	3	7
Inmobiliarias	1	3	6	30	2	3	7	28
Transportes y comunicaciones	1	1	1	6	1	1	1	6
Otros no financieros	2	4	8	23	2	3	6	22
Bancos	1	2	2	14	1	2	2	11
Seguros	1	1	2	2	1	1	1	2
Sociedades de cartera	1	1	2	10	1	1	1	12
SICAV	1	1	3	8	1	1	3	4
Entidades de financiación	0	0	0	0	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

II.5

Sector	% sector / mercado ²	Empresas de mayor capitalización del sector	% empresa / mercado ³
Petróleo	9,4	Repsol YPF	4,7
		CEPSA	4,6
Energía y agua	28,7	Iberdrola	8,4
		Endesa	7,8
		Gas Natural	4,2
Minería y metálicas básicas	1,2	Acerinox	0,7
		Tubos Reunidos	0,1
		Duro Felguera	0,1
Cementos y mat. construcción	0,6	Cementos Portland Valderrivas	0,2
		Cementos Molins	0,2
		Uralita	0,2
Químicas	0,7	Laboratorios Almirall	0,2
		Zeltia	0,2
		Faes Farma	0,1
Textil y papeleras	6,2	Industria de Diseño Textil	5,0
		Grífols	0,7
		Solaria	0,1
Metal-mecánica	2,4	Zardoya Otis	1,0
		Técnicas Reunidas	0,3
		Abengoa	0,3
Alimentación	1,8	Altadis	0,5
		Damm	0,4
		Ebro Puleva	0,4
Construcción	6,5	ACS	2,8
		Acciona	1,5
		Sacyr Vallehermoso	0,8
Inmobiliarias	2,7	Metrovacesa	0,7
		Inmobiliaria Colonial	0,5
		Royal Urbis	0,4
Transportes y comunicaciones	23,2	Telefónica	19,1
		Abertis Infraestructuras	2,2
		Cintra	0,8
Otros (no financieros)	3,9	Gamesa	0,8
		Telecinco	0,7
		BME	0,5
Bancos	29,3	Santander	13,8
		BBVA	8,3
		Banco Popular	1,9
Seguros	2,1	Mapfre	1,7
		Grupo Catalana Occidente	0,5
Sociedades de cartera	3,2	Criteria CaixaCorp	2,4

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	% empresa / mercado ³
		Corporación Financiera Alba	0,4
		Unión Europea de Inversiones	0,1
SICAV ⁴	0,05	Financiera Ponferrada SICAV	0,03
		CAT Patrimonis SICAV	0,01
		Mulinsar SICAV	0,01

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 2008.

Importes en millones de euros

Empresa	Capitalización ²			Contratación		
	2007	2008	% total ³	2007	2008	% total ³
Telefónica	106.067,1	74.574,19	15,7	286.907,1	239.510,8	19,3
Banco Santander Central Hispano	92.501,0	53.959,90	11,3	301.115,9	282.374,9	22,7
Iberdrola	51.934,9	32.715,20	6,9	200.229,7	99.339,0	8,0
Iberdrola Renovables ⁴	51.934,9	32.715,20	6,9	200.229,7	99.339,0	8,0
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	62.816,0	32.457,41	6,8	229.852,0	171.660,1	13,8
Endesa	38.485,6	30.280,31	6,4	123.332,4	6.962,4	0,6
Inditex	26.192,3	19.528,94	4,1	28.355,8	26.516,3	2,1
Repsol YPF	29.764,7	18.435,04	3,9	78.668,4	76.363,7	6,1
Unión Fenosa	14.073,1	16.205,89	3,4	19.581,7	46.887,7	3,8
ACS	14.344,3	10.950,50	2,3	22.572,1	14.538,0	1,2
Critería CaixaCorp ⁵	17.386,1	9.348,83	2,0	5.842,9	5.515,6	0,4
Gas Natural	17.920,0	8.637,60	1,8	15.648,8	11.833,3	1,0
Abertis Infraestructuras	14.070,5	8.446,15	1,8	12.234,7	10.854,0	0,9
Banco Popular Español	14.220,6	7.513,30	1,6	31.798,1	30.350,9	2,4
Corporación Mapfre	6.848,7	6.587,60	1,4	6.968,9	6.994,1	0,6
Banco de Sabadell	9.069,9	5.820,00	1,2	17.785,4	7.649,1	0,6
Acciona	13.780,8	5.655,95	1,2	15.843,2	12.147,1	1,0
Banesto	9.241,5	5.554,09	1,2	4.813,4	2.195,5	0,2
Red Eléctrica de España	5.849,1	4.869,72	1,0	15.241,6	12.768,1	1,0
Enagás	4.772,3	3.714,71	0,8	13.950,3	9.719,4	0,8
Gamesa Corporación Tecnológica	7.780,7	3.099,64	0,7	14.461,8	15.638,3	1,3
Cintra Conc. Infr. y Transp.	5.593,2	3.024,57	0,6	7.853,1	6.234,3	0,5
FCC	6.711,2	2.969,99	0,6	11.549,3	6.727,6	0,5
Acerinox	4.367,4	2.891,39	0,6	12.169,2	7.060,0	0,6
Grupo Ferrovial	6.749,5	2.746,38	0,6	16.675,4	11.248,6	0,9
Indra Sistemas	3.049,6	2.657,31	0,6	5.538,0	5.272,1	0,4
Grífols ⁶	3.283,3	2.622,83	0,6	4.288,1	6.430,9	0,5
Bankinter	4.980,8	2.561,19	0,5	12.168,0	5.639,9	0,5
Sacyr Vallehermoso	7.571,3	1.942,64	0,4	6.114,7	3.087,9	0,2
Iberia Líneas Aéreas de España	2.858,7	1.887,14	0,4	11.199,8	6.056,7	0,5
Gestevisión Telecinco	4.318,7	1.862,15	0,4	7.676,8	4.908,8	0,4
BME	3.896,5	1.537,69	0,3	6.932,5	6.486,9	0,5
Abengoa ⁷	2.187,6	1.067,54	0,2	3.837,3	2.102,4	0,2
Técnicas Reunidas ⁸	2.447,1	1.029,05	0,2	2.857,2	3.466,6	0,3
Obrascón Huarte Lain ⁹	2.014,9	871,42	0,2	3.555,7	2.097,8	0,2

Fuente: CNMV.

1. Se consideran las empresas pertenecientes al Ibex 35 el 30 de diciembre de 2008.

2. Capitalización a último día del año.

3. Respecto al total del mercado.

4. Incluida en el índice el 04/02/2008.

5. Incluida en el índice el 04/02/2008.

6. Incluida en el índice el 02/01/2008.

7. Incluida en el índice el 02/01/2008.

8. Incluida en el índice el 13/04/2008.

9. Incluida en el índice el 01/07/2008.

	Rentabilidad		Volatilidad ¹		Rentabilidad por dividendos(%) ²		Ratio precio beneficios ³	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Telefónica	37,8	-28,7	20,6	37,6	2,9	5,7	13,5	10,1
Banco Santander Central Hispano	4,6	-51,1	21,5	54,9	3,9	11,8	9,8	5,4
Iberdrola	25,6	-37,1	22,3	58,1	2,5	4,6	23,3	8,1
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	-8,1	-48,3	20,9	50,8	4,2	9,0	8,9	5,0
Repsol YPF	-7,0	-38,1	21,4	49,5	3,5	6,8	8,3	4,1
Unión Fenosa	23,2	15,1	21,8	32,6	2,7	3,5	13,2	11,8
Inditex	3,0	-25,4	25,5	47,8	2,0	3,4	44,3	23,8
ACS	-4,8	-19,7	26,4	40,5	3,9	5,8	5,4	4,5
Banco Popular	-14,8	-48,0	19,3	53,8	3,8	8,3	10,9	5,2
Abertis Infraestructuras	2,8	-40,0	19,6	40,2	2,4	4,6	20,3	11,6
Banco de Sabadell	-12,6	-34,6	19,9	36,2	3,3	6,4	10,8	6,8
Gas Natural	33,4	-51,8	25,0	45,2	2,6	6,2	16,2	7,0
Red Eléctrica de España	33,1	-16,7	23,5	37,4	2,2	3,2	23,3	16,1
Acciona	53,7	-59,0	36,8	62,3	1,5	4,1	18,5	6,8
Critería ⁴	-1,5	-46,2	17,4	47,8	—	7,2	—	7,1
Enagás	13,5	-22,2	22,9	36,5	2,6	4,0	20,4	14,3
Gamesa Corporación Tecnológica	53,4	-60,2	32,9	69,6	0,7	1,8	61,7	7,8
Acerinox	-27,0	-32,4	29,8	44,1	2,7	4,0	5,1	9,1
Indra Sistemas	-0,2	-12,9	21,2	36,6	2,3	3,1	19,6	12,9
Corporación Mapfre	-11,8	-20,1	27,2	53,8	3,7	5,8	7,6	5,7
Grífols	52,6	-20,1	36,2	40,7	0,4	1,3	35,9	21,0
Iberdrola Renovables ⁵	9,7	-46,0	45,5	56,6	—	—	—	32,1
Bankinter	5,3	-49,7	34,0	51,3	2,3	4,7	9,9	9,7
Grupo Ferrovial	-34,9	-59,3	32,2	61,6	2,2	6,5	4,0	94,6
Iberia	8,7	-34,0	36,2	66,5	1,2	8,6	19,1	45,5
Cintra	-14,6	-45,9	28,9	53,0	—	1,8	—	—
FCC	-33,4	-54,6	29,0	44,4	4,1	7,9	5,9	5,4
BME	48,7	-60,5	28,9	48,7	3,3	10,9	18,9	7,5
Endesa	1,5	-21,3	14,4	40,4	3,5	5,4	11,9	2,3
Gestevisión Telecinco	-18,9	-56,9	23,9	46,2	7,3	17,3	10,2	4,8
Banesto	-20,6	-39,3	23,2	42,1	2,7	8,9	11,9	6,2
Abengoa	-13,1	-51,2	38,5	53,4	0,7	1,4	17,5	6,5
Técnica Reunidas	50,3	-58,0	38,9	59,2	1,8	6,3	24,7	8,3
Sacyr Vallehermoso	-40,9	-74,3	40,8	68,4	2,4	9,4	6,2	—
Obrascón Huarte Lain	-1,6	-56,8	39,0	54,7	—	4,0	25,6	5,2

Fuente: Datastream y BME.

1. Volatilidad histórica anualizada para el periodo.
2. Ratio de dividendos distribuidos respecto al precio.
3. Ratio del precio al cierre del año sobre los beneficios antes de impuestos.
4. Comienza a negociar el 10/10/2007 tras una OPS.
5. Comienza a negociar el 13/12/2007 tras una OPS.

Ofertas públicas de adquisición de valores autorizadas en 2008

II.8

Importes en millones de euros

Compañía	Autor de la oferta	Finalidad	% capital social sobre el que se dirige	Importe realizado efectivo	Resultado en % ¹
Compañía española para la fabricación mecánica del vidrio, S.A.	Gepro XXI, S.L.	Fusión por absorción	8,0	0,6	6,5
Metrovacesa	Undertake Options, S.L.	Aumento de participación	13,4	585,8	10,1
Sogecable	Promotora de informaciones, S.A.	Toma de control	49,6	1.845,4	47,6
Compañía de distribución integral logística, S.A.	Altadis, S.A.	Toma de control	40,4	866,5	37,3
Estabanell y Pahisa, S.A.	Estabanell y Pahisa, S.A.	Exclusión	20,9	15,7	17,2
Plarrega Invest 2000, S.A.	Vancouver gestión, S.L.	Toma de control	100,0	5,0	100,0
Total importe				3.318,89	

Fuente: CNMV.

1. Porcentaje respecto al capital social. En caso de que haya habido prorrateo, se incluye el coeficiente del mismo.

Sociedades cotizadas en Latibex por sectores

II.9

Importes en millones de euros, salvo otra indicación

	N.º empresas		Capitalización			Contratación		
	2007	2008	2007	2008	% var 08/07	2007	2008	% var 08/07
Petróleo	2	2	174.775	73.216	-58,11	91,8	118,1	28,53
Energía y agua	5	5	26.416	22.600	-14,45	61,4	67,6	10,09
Minería y metálicas básicas	5	5	117.331	47.440	-59,57	286,0	250,7	-12,36
Químicas	1	1	1.361	540	-60,31	14,4	4,1	-71,81
Textil y papeleras	2	2	3.465	421	-87,84	14,7	12,7	-13,63
Metal mecánica	1	1	2.688	919	-65,83	26,8	15,0	-44,08
Alimentación	2	2	3.788	1.785	-52,89	126,4	93,9	-25,74
Inmobiliarias	2	2	1.381	503	-63,58	19,3	2,4	-87,39
Transportes y comunicaciones	4	5	68.712	113.149	64,67	107,2	112,1	4,55
Otros no financieros	2	2	3.535	2.471	-30,11	16,6	10,3	-37,94
Bancos	6	6	16.132	14.961	-7,26	74,1	53,8	-27,47
Sociedades de cartera	1	1	3.264	2.032	-37,76	26,4	12,4	-53,15
Entidades de financiación	1	1	4.925	7.153	45,23	3,0	4,9	61,04
Total	34	35	427.774	287.189	-32,86	868,2	757,7	-12,72

Fuente: CNMV.

Fondos de inversión cotizados en la bolsa española

II.10

Importes en millones de euros

Emisor	Nombre	Índice subyacente	Contratación			Patrimonio gestionado			Valor liquidativo		
			2007	2008	% var 08/07	2007	2008	% var 08/07	2007	2008	% var 08/07
BBVA	Acción DJ Euro Stoxx 50 ETF FI	DJ Euro Stoxx 50	588.064	625.170	6,3	183.984	162.651	-11,6	44,12	25,94	-41,2
BBVA	Acción FTSE Latibex Brasil ETF FI	FTSE Latibex Brasil	27.810	21.987	-20,9	11.210	5.646	-49,6	141,54	71,29	-49,6
BBVA	Acción FTSE Latibex Top ETF FI	FTSE Latibex Top	17.191	967.217	5.526,2	7.620	257.826	3.283,5	51	31,95	-37,1
BBVA	Acción Ibox 35 ETF FI	Ibox 35	1.098.304	801.168	-27,1	230.629	143.547	-37,8	15	9,83	-35,6
BBVA	Acción Ibox Top Dividendo ETF FI	Ibox Top Dividendo	9.387	12.150	29,4	4.990	3.042	-39,0	37	22,53	-39,0
BBVA	AFI Bonos Medio Plazo Euro ETF FI	AFI Bonos Medio Plazo Euro	101.279	147.203	45,3	50.397	90.769	80,1	103	110,09	6,8
BBVA	AFI Monetario Euro ETF FI	AFI Monetario Euro	491.491	2.784.778	466,6	250.172	870.322	247,9	102	106,98	4,7
BBVA	FTSE 4good Ibox ETF FI	FTSE 4Good IBEX	—	6.325	—	—	1.215	—	—	8,68	—
Lyxor	Lyxor ETF Brazil (Ibovespa) FI	IBOVESPA	—	7.094	—	—	209	—	—	13,04	—
Lyxor	Lyxor ETF China Enterprise FI	Hang Seng	13.208	17.242	30,5	908	662	-27,1	142	82,72	-41,7
Lyxor	Lyxor ETF DJ Euro Stoxx 50 FI	DJ Euro Stoxx 50	280.565	578.053	106,0	8.926	55.128	517,6	44	25,68	-41,8
Lyxor	Lyxor ETF DJ Stoxx 600 Banks FI	DOW JONES STOXX 600 BANKS	—	19.327	—	—	1.275	—	—	16,03	—
Lyxor	Lyxor ETF DJ Stoxx Sel Div 30 FI	DJ Euro Stoxx Select Dividend 30	—	5.530	—	—	90	—	—	12,21	—
Lyxor	Lyxor ETF Dow Jones IA FI	DJ Industrial Average	24.958	18.320	-26,6	265	1.325	400,0	91	66,09	-27,5
Lyxor	Lyxor ETF Eastern Europe FI	Eastern Europe (CECE Eur)	30.609	17.876	-41,6	337	355	5,3	28	13,75	-51,2
Lyxor	Lyxor ETF Euro Cash FI	Euro MTS EONIA Investable	—	97.614	—	—	10.819	—	—	105,08	—
Lyxor	Lyxor ETF Ibox 35 FI	Ibox 35	743.863	544.972	-26,7	55.551	19.217	-65,4	153	97,73	-36,0
Lyxor	Lyxor ETF Japan (Topix) FI	TOPIX INDEX	—	11.370	—	—	1.977	—	—	69,05	—
Lyxor	Lyxor ETF Leveraged DJ Stoxx 50 FI	Dow Jones Euro Stoxx 50 Leveraged	—	37.831	—	—	1.734	—	—	14,75	—
Lyxor	Lyxor ETF MSCI EM Latin America FI	MSCI EM Latin America	4.966	4.294	-13,5	335	338	0,9	30	16,82	-44,5
Lyxor	Lyxor ETF MSCI Emerging Mkts AFI	MSCI Emerging Markets	3.251	24.837	663,9	245	715	191,8	9	4,41	-48,6
Lyxor	Lyxor ETF MSCI EMU Growth FI	MSCI EMU Growth	—	6.087	—	—	2	—	—	62,04	—
Lyxor	Lyxor ETF MSCI Emu Small Cap FI	MSCI EMU Small Cap	22.002	7.129	-67,6	336	40	-88,1	198	101,69	-48,6

Fuente: BME y CNMV.

Fondos de inversión cotizados en la bolsa española (continuación)

II.10

Importes en millones de euros

Emisor	Nombre	Índice subyacente	Contratación			Patrimonio gestionado			Valor liquidativo			
			2007	2008	08/07	% var	2007	2008	08/07	% var	2007	2008
Lyxor	Lyxor ETF MSCI EMU Value FI	MSCI EMU Value	—	13.065	—	—	21	—	—	—	93,57	—
Lyxor	Lyxor ETF MSCI India FI	MSCI India	9.765	5.854	-40,0	997	566	-43,2	15	6,00	-59,7	
Lyxor	Lyxor ETF Nasdaq 100 FI	Nasdaq 100	6.312	10.399	64,7	604	382	-36,8	6	3,73	-34,8	
Lyxor	Lyxor ETF New Energy FI	World Alternative Energy Index	—	4.818	—	—	143	—	—	—	21,27	—
Lyxor	Lyxor ETF Russia FI	Dow Jones Rusindex Titans 10	6.230	7.089	13,8	876	202	-76,9	44	13,99	-68,2	
Lyxor	Lyxor ETF Short Strategy Europe FI	Based on Dow Jones Stoxx 600	—	3.491	—	—	104	—	—	—	111,00	—
Lyxor	Lyxor ETF World Water FI	World Water Index	—	1.144	—	—	12	—	—	—	12,91	—
Santander ¹	Flame ETF Ibox 35 FI	Ibox 35	1.131.723	102.023	-91,0	64.092	—	—	15,26	—	—	—
Santander	Flame ETF Ibox Mid Caps FI	Ibox Medium Cap	22.985	10.421	-54,7	6.891	—	—	18	—	—	—
Santander	Flame ETF Ibox Small Caps FI	Ibox Small Cap	30.514	9.854	-67,7	6.566	—	—	15	—	—	—
Santander	Flame ETF Monetario FI	ML Spanish Government Bill Index	—	6.355	—	—	—	—	—	—	—	—
Total			4.664.477	6.750.357	44,7	885.931	1.630.335	84,0	—	—	—	—

Fuente: BME y CNMV.

1. Los ETF's del Santander están liquidados y dados de baja con fecha 18/12/2008.

Emisiones brutas de las Administraciones Públicas

II.11

Importes nominales en millones de euros

	Importe				% de variación anual		
	2005	2006	2007	2008	06/05	07/06	08/07
Estado	67.802	57.962	52.091	115.181	-14,5	-10,1	121,1
Corto plazo	29.512	25.891	26.971	52.657	-12,3	4,2	95,2
Largo plazo	38.290	32.071	25.120	62.523	-16,2	-21,7	148,9
Comunidades Autónomas	10.170	9.523	7.553	9.035	-6,4	-20,7	19,6
Corto plazo	4.132	4.586	4.004	5.054	11,0	-12,7	26,2
Largo plazo	6.037	4.937	3.548	3.981	-18,2	-28,1	12,2
Corporaciones locales	200	590	496	208	194,7	-16,0	-58,1
Corto plazo	—	—	—	—	—	—	—
Largo plazo	200	590	496	208	194,7	-16,0	-58,1
Total AA.PP.	78.172	68.075	60.139	124.423	-12,9	-11,7	106,9

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		
	2005	2006	2007	2008	06/05	07/06	08/07
Estado	3.890	-4.789	-4.716	50.208	—	1,5	—
Corto plazo	-3.819	-1.993	1.144	19.630	47,8	—	1.616,6
Largo plazo	7.709	-2.796	-5.860	30.578	—	-109,6	—
Comunidades Autónomas	2.797	1.827	223	1.280	-34,7	-87,8	473,4
Corto plazo	276	-141	283	430	—	—	51,8
Largo plazo	2.521	1.968	-60	851	-21,9	—	—
Corporaciones locales	-5	228	131	-14	—	-42,4	—
Corto plazo	0	0	0	0	—	—	—
Largo plazo	-5	228	131	-14	—	-42,4	—
Total AA.PP.	6.682	-2.734	-4.362	51.474	—	-59,5	—

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Contratación de deuda del Estado entre titulares de cuenta. Operaciones a vencimiento, con pacto de recompra y simultáneas

II.13

Importes nominales en millones de euros

	Importe						% de variación anual	
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	07/06	08/07
Letras	508.880	472.518	484.161	480.711	339.956	534.889	-29,3	57,3
A vencimiento	62.075	85.222	82.515	64.164	35.894	63.929	-44,1	78,1
Contado	61.662	84.833	82.389	63.694	35.868	63.885	-43,7	78,1
Plazo	413	389	126	470	27	44	-94,3	64,9
Pacto de recompra	7.030	1.990	411	0	0	0	—	—
Simultáneas	439.775	385.306	401.234	416.547	304.062	470.959	-27,0	54,9
Bonos y Obligaciones	7.217.128	7.308.084	7.260.528	7.062.437	7.142.097	6.458.962	1,1	-9,6
A vencimiento	901.582	562.627	491.550	447.211	418.761	362.235	-6,4	-13,5
Contado	882.482	552.418	481.854	444.083	417.749	359.633	-5,9	-13,9
Plazo	19.099	10.209	9.696	3.128	1.012	2.602	-67,7	157,2
Pacto de recompra	58.550	94.254	69.327	96	0	0	—	—
Simultáneas	6.257.002	6.651.203	6.699.650	6.615.129	6.723.337	6.096.727	1,6	-9,3
Total	7.726.013	7.780.602	7.744.688	7.543.148	7.482.053	6.993.851	-0,8	-6,5

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	
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	07/06	08/07
A vencimiento¹	62.075	85.222	82.515	64.164	35.894	63.929	-44,1	78,1
Senaf	27.093	36.350	13.119	5.111	2.790	10.511	54,5	511,6
MTS-España	13.103	13.580	16.959	12.464	7.896	17.063	-77,6	33,1
EuroMTS	0	180	170	260	80	109	-69,2	36,3
Negociación bilateral	21.879	35.112	52.267	46.329	25.128	36.246	-45,8	44,2
Repos²	446.806	387.297	401.646	416.547	304.062	470.959	-27,0	54,9
Senaf	30.527	18.211	25.543	7.579	4.723	13.343	-37,7	182,5
MTS-España	243	0	0	53	0	0	—	—
EuroMTS	0	0	0	0	0	0	—	—
Negociación bilateral	416.036	369.086	376.103	408.915	299.339	457.616	-26,8	52,9
Total	508.880	472.518	484.161	480.711	339.956	534.889	-29,3	57,3

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	
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	07/06	08/07
A vencimiento¹	899.445	562.290	491.238	447.211	418.761	362.235	-6,4	-13,5
Senaf	253.653	69.758	57.554	89.118	55.049	27.925	-38,2	-49,3
MTS-España	183.208	85.265	83.830	72.581	66.484	34.111	-8,4	-48,7
EuroMTS	111.705	47.503	24.462	11.170	10.746	6.943	-3,8	-35,4
Negociación bilateral	350.879	359.764	325.392	274.343	286.482	293.257	4,4	2,4
Repos²	6.315.551	6.745.457	6.768.978	6.615.226	6.723.337	6.096.727	1,6	-9,3
Senaf	436.455	277.358	127.478	76.788	33.662	30.511	-56,2	-9,4
MTS-España	7.501	388	0	1.949	2.668	0	36,9	-100,0
EuroMTS	0	0	0	0	0	0	—	—
Negociación bilateral	5.871.595	6.467.711	6.641.500	6.536.489	6.687.007	6.066.216	2,3	-9,3
Total	7.214.996	7.307.747	7.260.216	7.062.437	7.142.097	6.458.962	1,1	-9,6

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	
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	07/06	08/07
Letras	2.098.975	1.800.846	1.746.209	1.214.840	1.254.600	1.687.338	3,3	34,5
A vencimiento	28.120	30.328	33.963	29.167	22.030	51.331	-24,5	133,0
Contado	28.089	30.119	33.698	29.137	21.496	50.695	-26,2	135,8
Plazo	31	209	265	31	534	636	1624,2	18,9
Pacto de recompra	2.069.898	1.768.729	1.709.341	1.185.339	1.230.166	1.635.437	3,8	32,9
Simultáneas	957	1.789	2.905	334	2.404	570	620,2	-76,3
Bonos y obligaciones	11.465.342	13.252.235	12.729.047	13.857.369	13.927.674	11.253.295	0,5	-19,2
A vencimiento	1.318.652	1.571.265	2.040.064	2.690.033	2.994.352	1.980.708	11,3	-33,9
Contado	1.274.648	1.469.329	1.740.267	2.366.230	2.702.273	1.726.925	14,2	-36,1
Plazo	44.004	101.936	299.797	323.803	292.079	253.783	-9,8	-13,1
Pacto de recompra	9.042.194	10.613.122	9.631.174	9.850.322	9.741.672	8.474.523	-1,1	-13,0
Simultáneas	1.104.496	1.067.848	1.057.808	1.317.014	1.191.650	798.064	-9,5	-33,0
Total	13.564.317	15.053.081	14.475.256	15.072.210	15.182.274	12.940.633	0,7	-14,8

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

	Número de emisores ¹		Número de emisiones	
	2007	2008	2007	2008
A largo plazo	129	135	228	249
Bonos y obligaciones no convertibles	41	30	79	76
– de las cuales, deuda subordinada	14	9	14	12
Bonos y obligaciones convertibles	0	1	0	1
Cédulas hipotecarias	10	19	32	47
Cédulas territoriales	4	7	8	8
Bonos de titulación:	77	88	101	108
– De activos (BTA)	73	87	97	107
– Hipotecarios (BTH)	4	1	4	1
Participaciones preferentes	5	8	5	9
Otras emisiones	2	0	3	0
A corto plazo²	80	77	106	88
Pagarés de empresa	80	77	106	88
– de los cuales, de titulación de activos	3	2	3	2
Total	173	179	334	337

Fuente: CNMV.

1. En el caso de los emisores no son cifras excluyentes, un solo emisor ha podido emitir en más de un tipo de 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
AYT Cédulas Cajas Global Fondo de Titulización de Activos	19.190	0	19.190
Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante, Bancaja	15.375	13.000	2.375
Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona	14.800	12.000	2.800
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid	11.664	7.000	4.664
BBVA Banco de Financiación, S.A.	10.000	10.000	0
Santander Consumer Finance, S.A.	10.000	10.000	0
Banco de Sabadell, S.A.	9.973	8.500	1.473
Banco Popular Español, S.A.	9.900	9.900	0
Bankinter, S.A.	8.775	7.000	1.775
BBVA RMBS 7, Fondo de Titulización de Activos	8.500	0	8.500
Caixa d'Estalvis de Catalunya	7.649	5.000	2.649
Banco Pastor, S.A.	7.050	6.000	1.050
Banesto Banco de Emisiones, S.A.	7.000	7.000	0
Caja de Ahorros del Mediterráneo	6.150	5.000	1.150
Fondo de Titulización de Activos Santander 2	6.000	6.000	0
IM Banco Popular MBS 1, Fondo de Titulización de Activos	6.000	0	6.000
Caja de Ahorros de Galicia	5.925	5.000	925
Bankinter Sociedad de Financiación, S.A.	5.000	5.000	0
Barclays Bank, S.A.	5.000	5.000	0
BBVA RMBS 5, Fondo de Titulización de Activos	5.000	0	5.000
Cédulas TDA 11, Fondo de Titulización de Activos	5.000	0	5.000
BBVA RMBS 6, Fondo de Titulización de Activos	4.995	0	4.995
Cédulas TDA 10, Fondo de Titulización de Activos	4.750	0	4.750
Telefónica, S.A.	4.000	4.000	0

Fuente: CNMV.

1. Emisores que durante 2008 registraron emisiones por importe superior a los 4.000 millones de euros.
2. Programas registrados.

Importes en millones de euros

Tipo de activo ²	Emisor	Importe
Bonos y obligaciones simples	Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid	4.149
Cédulas hipotecarias	Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona	2.600
	Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante, Bancaja	2.375
	Caixa d'Estalvis de Catalunya	1.975
	Bankinter, S.A.	1.725
Pagarés de empresa ³	Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante, Bancaja	13.000
	Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona	12.000
	BBVA Banco de Financiación, S.A.	10.000
	Santander Consumer Finance, S.A.	10.000
	Banco Popular Español, S.A.	9.900
	Banco de Sabadell, S.A.	8.500
	Banesto Banco de Emisiones, S.A.	7.000
	Bankinter, S.A.	7.000
	Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid	7.000
	Banco Pastor, S.A.	6.000
	Bankinter Sociedad de Financiación, S.A.	5.000
	Barclays Bank, S.A.	5.000
	Caixa d'Estalvis de Catalunya, S.A.	5.000
	Caja de Ahorros de Galicia	5.000
	Caja de Ahorros del Mediterráneo	5.000
	Telefónica, S.A.	4.000
	Banco de Andalucía, S.A.	3.600
	BBK Empréstitos, S.A.U.	3.000
	Caja de Ahorros Municipal de Burgos	3.000
	Caja España de Inversiones, Caja de Ahorros y Monte de Piedad	3.000
	Iberdrola, S.A.	3.000
	Banco Guipuzcoano, S.A.	2.500
	Caja de Ahorros de Murcia	2.500
	Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Navarra	2.500
	Montes de Piedad y Caja de Ahorros de Ronda, Cádiz, Almería, Málaga y Antequera	2.500
	Caja de Ahorros de Salamanca y Soria	2.250
	Banco Espirito Santo, S.A.	2.000
	Caixa d'Estalvis del Penedès	2.000
	Caixa de Aforros de Vigo, Ourense e Pontevedra, Caixanova	2.000
	Cajamar Caja Rural, Sociedad Cooperativa de Crédito	2.000
	Endesa Capital, S.A.	2.000
	Banca March, S.A.	1.500
	Caja de Ahorros de Castilla-La Mancha	1.500
	Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Zaragoza, Aragón y La Rioja, Ibercaja	1.500
Titulización de pagarés	Fondo de Titulización de Activos Santander 2	6.000

Fuente: CNMV.

1. Emisores con emisión superior a 1.500 millones de euros en 2008, en el instrumento financiero correspondiente.
2. No aparecen ni las obligaciones y los bonos convertibles, ni las cédulas territoriales, 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.

Importes en millones de euros

Emisor	Importe	% sobre el total	% acumulado
Banesto Banco de Emisiones	8.338	11,6	11,6
BBVA Banco de Financiación	5.115	7,1	18,7
Banco Popular	4.457	6,2	25,0
Santander Consumer Finance	3.638	5,1	30,0
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid	3.570	5,0	35,0
Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona	3.568	5,0	40,0
Bankinter Sociedad de Financiación	2.950	4,1	44,1
Banco Sabadell	2.727	3,8	47,9
Bankinter	2.598	3,6	51,5
Fondo de Titulización de Activos Santander 2	2.525	3,5	55,0
Caixa d'Estalvis de Catalunya	2.318	3,2	58,2
BBK Empréstitos	2.228	3,1	61,4
Banco Pastor	1.959	2,7	64,1
Iberdrola	1.702	2,4	66,5
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Zaragoza, Aragón y La Rioja, Ibercaja	1.279	1,8	68,2
Unicaja	1.247	1,7	70,0
Banco Guipuzcoano	1.244	1,7	71,7
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Navarra	1.202	1,7	73,4
Caja Municipal de Burgos	1.153	1,6	75,0
Caixa Galicia	1.060	1,5	76,5

Fuente: CNMV.

1. Emisores con saldo vivo superior a 1.000 millones de euros.

Importes en millones de euros

Emisor	Importe	Activos titulizados
AYT Cédulas Cajas Global, FTA	19.190	Cédulas hipotecarias
BBVA RMBS 7, FTA	8.500	Préstamos hipotecarios
IM Banco Popular MBS I, FTA	6.000	Préstamos hipotecarios
BBVA RMBS 5, FTA	5.000	Préstamos hipotecarios
Cédulas TDA 11, FTA	5.000	Cédulas hipotecarias
BBVA RMBS 6, FTA	4.995	Préstamos hipotecarios
Cédulas TDA 10, TDA	4.750	Cédulas hipotecarias
AYT Colaterales Global Hipotecario, FTA	3.400	Préstamos hipotecarios
Bancaja 13, FTA	2.895	Préstamos hipotecarios
Empresas Banesto 3, FTA	2.300	Préstamos empresas
Cédulas TDA 13, FTA	2.260	Cédulas hipotecarias
Cédulas TDA 12, FTA	2.200	Cédulas hipotecarias
Bancaja 12, FTA	2.100	Préstamos hipotecarios
Bankinter 16, FTA	2.043	Préstamos hipotecarios
Empresas Banesto 2, FTA	2.000	Préstamos empresas
IM Cajamar 6, FTA	2.000	Préstamos hipotecarios
Rural Hipotecario X, FTA	1.880	Préstamos hipotecarios
MBS Bancaja 5, FTA	1.850	Préstamos hipotecarios
IM Sabadell Empresas 3, FTA	1.740	Préstamos empresas
FTA UCI 18	1.723	Préstamos hipotecarios
TDA CAM 11, FTA	1.716	Préstamos hipotecarios
Madrid Activos Corporativos I, FTA	1.682	Préstamos grandes empresas
IM Grupo Banco Popular Leasing I, FTA	1.680	Arrendamiento financiero
TDA Ibercaja 6, FTA	1.521	Préstamos hipotecarios
Bankinter 18, FTA	1.500	Préstamos hipotecarios

Fuente: CNMV.

1. Emisores con emisiones registradas en la CNMV superiores a 1.500 millones de euros en 2008, en el instrumento financiero correspondiente.

Importes nominales en millones de euros

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Total bonos de titulización emitidos	36.745	50.525	69.044	91.608	141.627	135.253
Mediante FTH (a)	5.030	4.890	6.850	4.300	4.740	800
Mediante FTA	31.715	45.635	62.194	87.308	136.887	134.453
Préstamos hipotecarios (b)	11.832	13.967	22.314	34.663	57.550	63.615
Cédulas hipotecarias (c)	10.650	18.685	24.280	25.670	26.655	34.400
Préstamos a promotores (d)	0	475	730	0	0	0
Subtotal hipotecario (a+b+c+d)	27.512	38.017	54.175	64.633	88.945	98.815
FTPYME ¹	5.303	8.964	2.944	7.956	6.474	7.276
FTGENCAT ¹	950	0	2.177	1.860	2.020	3.391
Resto PYMES ¹	0	0	1.250	2.979	2.485	1.350
Préstamos a empresas ²	0	0	3.100	5.536	19.250	10.500
Subtotal PYMES y Empresas	6.253	8.964	9.471	18.331	30.230	22.517
Préstamos a grandes empresas ³	0	0	556	0	0	1.682
Cédulas territoriales	1.400	0	665	0	0	450
Bonos de tesorería	0	0	1.180	1.450	0	765
Deuda subordinada	0	0	0	298	0	0
Créditos AAPP	0	1.850	0	0	0	0
Préstamos consumo	1.280	235	0	5.527	3.592	6.459
Préstamos auto	0	1.000	2.598	1.360	2.840	1.485
Arrendamiento financiero	0	0	0	0	2.500	3.080
Otros créditos ⁴	300	458	400	307	13.521	0
Total pagarés de titulización emitidos⁵	3.870	3.724	2.767	1.993	465	2.843
Total bonos más pagarés	40.614	54.248	71.811	93.600	142.092	138.096

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.

Importes nominales en millones de euros

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	% var. 08/07
Pagarés	2.946	9.440	28.474	41.916	41.243	84.841	105,7
Bonos y obligaciones	48.875	122.989	249.375	155.960	231.942	1.606.100	592,5
– de los cuales, bonos de titulización	41.334	102.885	219.722	130.624	205.044	1.570.686	666,0
Cédulas hipotecarias	184	5.950	5.651	7.071	14.572	84.033	476,7
Cédulas territoriales	4	4	111	23	1.050	1.413	34,6
Bonos matador	2.992	3.519	2.363	2.915	1.363	0	-100,0
Total	55.001	141.902	285.975	207.885	290.169	1.776.388	512,2

Fuente: CNMV.

Anexos estadísticos III

Número, partícipes, patrimonio y descomposición de la variación patrimonial de los fondos de inversión mobiliarios e inmobiliarios¹

III.1

Importes en millones de euro

Categoría	N.º fondos		N.º partícipes		Patrimonio		Variación patrimonial debida a las suscripciones y los rendimientos netos			Pro-memoria
	2008	Var. s/ dic-07	2008	Var. s/ dic-07	Importe 2008	Var. s/ dic-07 ²	Importe	Suscrip. netas	Rdto. netos	
Renta fija corto plazo	309	-25	1.034.403	-473.814	58.826	-26,5	-9.070	-10.373	1.303	-16,2
Renta fija largo plazo	144	-6	170.113	-149.247	5.657	-22,9	-1.540	-1.816	276	-2,8
Renta fija mixta	127	-9	172.656	-118.983	3.933	-50,9	-4.043	-3.644	-399	-5,7
Renta variable mixta	133	-2	162.056	-83.869	2.966	-52,6	-3.250	-2.128	-1.122	-3,3
Renta variable nacional	117	-6	169.765	-118.445	2.749	-64,9	-5.102	-2.897	-2.206	-4,5
Renta fija internacional	66	-3	66.984	3.427	985	-27,7	-487	-490	2	-0,8
Renta fija mixta internacional	69	1	107.333	-94.814	2.064	-58,7	-2.787	-2.360	-427	-3,7
Renta variable mixta internacional	71	-1	54.229	-31.060	1.137	-56,0	-1.495	-1.068	-427	-1,7
Renta variable euro	122	-2	209.901	-79.411	3.266	-62,7	-5.484	-2.705	-2.779	-4,2
Garantizado renta fija	261	10	546.583	-2.525	21.469	21,5	3.857	2.807	1.051	4,4
Garantizado renta variable	593	3	1.422.055	-293.089	31.177	-25,8	-13.094	-10.855	-2.239	-16,9
Fondos globales	472	2	472.373	-349.904	11.976	-59,7	-15.285	-14.680	-605	-22,9
Renta variable internacional Europa	70	-1	126.997	-135.562	1.579	-75,5	-4.838	-3.289	-1.549	-5,1
Renta variable internacional Japón	27	-1	31.850	-19.806	171	-62,8	-290	-174	-116	-0,3
Renta variable internacional EEUU	38	-5	41.277	-7.276	510	-42,9	-381	-102	-279	-0,2

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	N.º fondos		N.º partícipes		Patrimonio		Variación patrimonial debida a las suscripciones y los rendimientos netos			Pro-memoria:	
	2008	Var. s/ dic-07	2008	Var. s/ dic-07	Importe 2008	Var. s/ dic-07 ²	Importe	Suscrip. netas	Rdto. netos		
Renta variable internacional Emergentes	65	3	80.333	-76.604	757	-65,6	-1.442	-504	-938	-0,8	
Renta variable internacional Otros	141	-12	201.171	-79.680	1.573	-60,3	-2.376	-1.155	-1.221	-1,8	
Monetarios	111	64	956.781	84.473	28.810	17,6	-8.329	-8.792	463	-13,7	
Total FI	2.936	10	6.026.860	-2.026.189	179.605	-29,6	-75.436	-64.223	-11.213	-100,2	
FIIICIL	40	9	9.596	5.699	1.252	25,3	253	n.d	n.d	n.d	
Fondos de inversión libre	25	4	1.576	449	550	23,4	259	131	128	0,2	
Total fondos (Total FI+FIIICIL+FIL)	3.001	23	6.038.032	-2.020.041	181.407	-29,3	-75.177	-64.092	-11.085	-100,0	
Fondos inmobiliarios	9	-1	97.784	-48.569	7.490	-13,0	-1.119	-1.267	148	—	
IIC extranjeras³	563	123	585.627	-265.304	18.014	-51,4					

Fuente: CNMV.

n.d.: no disponible.

1. Datos a noviembre de 2008, excepto para IIC extranjeras, a diciembre.

2. Para cada categoría, la variación patrimonial se debe a las suscripciones netas, a los rendimientos netos del patrimonio y al saldo neto patrimonial producido por los cambios en la vocación inversora. En concreto, en 2008 parte del incremento patrimonial de la vocación monetaria viene explicado por el traspaso de otras vocaciones de 12.500 millones de euros aproximadamente, principalmente de la vocación renta fija a corto plazo.

3. En las magnitudes referidas a 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	2008 ⁴
Renta variable cotizada ¹	2,6	2,9	4,8	5,2	4,9	4,1	3,8	3,0
Renta fija privada ²	14,0	10,6	10,0	11,2	10,2	8,8	8,1	5,3
Corto plazo	42,4	43,4	38,1	43,7	46,5	40,2	38,1	32,6
Largo plazo	6,5	4,1	4,8	5,5	4,8	4,5	3,6	2,5
Renta fija pública	8,3	6,5	6,2	4,8	4,2	3,8	3,3	3,3
Corto plazo ³	13,8	18,4	16,3	11,7	12,1	9,0	6,6	13,5
Largo plazo	7,6	5,1	4,8	3,9	3,3	3,3	2,9	1,7

Fuente: CNMV y Banco de España.

1. Las cifras están a valor de realización. El dato de saldo vivo corresponde a la capitalización de los valores nacionales en el mercado continuo, corros y MAB.
2. En el caso de la renta fija, los importes son nominales.
3. No incluye las adquisiciones temporales de activos.
4. Datos a final de cada año excepto para 2008 (noviembre-2008)

Gastos repercutidos a los fondos de inversión de carácter financiero¹ (excepto ETF y fondos de inversión libre)

III.3

Importes en millones de euros

	2007		2008	
	Importes	% s/patrimonio medio diario	Importes	% s/patrimonio medio diario
Gastos por comisión de gestión	2.933,31	1,02	2.182,31	0,92
Gastos por comisión de depositario	264,12	0,09	212,07	0,09
Resto gastos de explotación	57,64	0,02	51,09	0,02
Total gastos repercutidos	3.255,06	1,13	2.445,46	1,03

Fuente: CNMV.

1. Gastos acumulados entre el cuarto trimestre del año anterior y el tercer trimestre del año indicado.

Gastos repercutidos a los ETF¹

III.4

Importes en millones de euros

	2007		2008	
	Importes	% s/patrimonio medio diario	Importes	% s/patrimonio medio diario
Gastos por comisión de gestión	1,14	0,26	2,43	0,15
Gastos por comisión de depositario	0,23	0,05	0,40	0,02
Resto gastos de explotación	0,09	0,02	0,17	0,01
Total gastos repercutidos	1,46	0,33	2,99	0,18

Fuente: CNMV.

1. Gastos acumulados entre el cuarto trimestre del año anterior y el tercer trimestre del año indicado.

Gastos repercutidos a los fondos de inversión libre¹

III.5

Importes en millones de euros

	2007		2008	
	Importes	% s/ media del patrimonio mensual	Importes	% s/ media del patrimonio mensual
Gastos por comisión de gestión	2,01	1,24	12,87	2,30
Gastos de financiación	0,89	0,55	1,02	0,18
Otros	1,37	0,85	34,48	6,17
Total gastos repercutidos	4,26	2,64	48,36	8,66

Fuente: CNMV.

1. Gastos acumulados entre el cuarto trimestre del año anterior y el tercer trimestre del año indicado.

Evolución de las rentabilidades y las suscripciones netas de los fondos de inversión¹

III.6

Rentabilidad en % y suscripciones netas en millones de euros

	2003		2004		2005		2006		2007		2008	
	Rentab.	Suscr. netas	Rentab.	Suscr. netas	Rentab.	Suscr. netas	Rentab.	Suscr. netas	Rentab.	Suscr. netas	Rentab.	Suscr. netas
RF Corto Plazo	1,89	12.011	1,78	6.842	1,63	5.607	2,26	49.005	2,87	-3.194	1,82	-10.373
RF Largo Plazo	2,58	-383	3,4	889	2,14	-461	0,47	-3.267	1,19	-1.425	2,15	-1.816
RF Mixta	5,14	-323	3,95	15	4,78	1.657	4,87	910	2,30	-1.053	-5,80	-3.644
RV Mixta	11,34	-877	6,87	-852	11,62	-475	13,06	-955	3,68	-840	-22,62	-2.128
RV Nacional	29,02	511	19,51	1.130	20,61	276	33,25	-2.219	8,02	-2.314	-39,64	-2.897
RF Internacional	1,66	101	1,82	192	3,67	177	-0,11	-533	-0,22	-65	2,31	-490
RF Mixta Internacional	2,39	-1.597	2,98	-456	5,4	689	3,11	629	1,31	-889	-8,81	-2.360
RV Mixta Internacional	7,55	-576	4,29	-257	12,42	-70	4,71	101	0,34	-437	-20,91	-1.068
RV Euro	16,91	472	9,23	11	22,35	344	19,16	382	3,78	-442	-40,97	-2.705
Garantizado RF	2,39	-2.262	2,5	1.853	1,65	-354	0,83	1.019	2,78	2.715	3,12	2.807
Garantizado RV	2,66	12.873	3,92	1.222	4,02	4.694	4,66	-3.021	2,44	-3.602	-3,27	-10.855
Fondos Globales	5,79	4.367	2,31	8.070	6,16	3.928	4,09	7.301	1,48	-6.259	-6,50	-14.680
RV Internacional Europa	13,36	167	8,61	345	22,23	1.174	17,35	899	-0,24	-1.141	-38,92	-3.289
RV Internacional Japón	11,84	-1	5,94	173	40,9	681	-5,61	-395	-16,15	-482	-34,16	-174
RV Internacional EEUU	10,03	314	0,37	-130	12,14	138	4,24	155	-1,77	-497	-31,38	-102
RV Internacional Emergentes	26,48	-18	22,86	137	52,75	368	22,16	78	23,76	165	-48,96	-504
RV Internacional Otros	11,77	-252	4,7	-21	21,46	-51	12,13	15	-0,93	-948	-38,40	-1.155
Monetarios	—	—	—	—	—	—	—	—	0,72	-1.063	2,03	-8.792
Total FIM	5,22	24.528	4,13	19.164	6,13	18.319	5,85	50.103	2,72	-21.772	-4,30	-64.223
FIICIL	—	—	—	—	—	—	—	1	-0,95	1.006	-15,86	n.d
Fondos de inversión libre	—	—	—	—	—	—	—	—	2,21	378	-5,42	131
Total fondos												
(Total FI+FIICIL+FIL)	5,22	24.528	4,13	19.164	6,13	18.319	5,85	—	2,71	-20.388	-6,87	-64.092
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	1,63	-1.267
Pro memoria: importe comercializado por las entidades españolas y las extranjeras residentes												
IIC extranjeras						6.766	—	11.770	—	6.435	—	-10.016

Fuente: CNMV.

1. Datos a noviembre de 2008, excepto IIC extranjeras, a diciembre.

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 2008

III.7

Sociedad gestora de IIC	Grupo de control
Altas	
Alpha Plus Gestora SGIIC, S.A.	Independiente
Epsilón Gestión Alternativa SGIIC, S.A.	Independiente
Valira Capital Asset Management, SGIIC, S.A.	Crédito Andorrá
Bajas	
Gesdiner, S.A., SGIIC	Bankpyme
Gesmutual, S.A., SGIIC	Mutualidad Divina Pastora
La Caixa Gestión de Activos, SGIIC, S.A.	La Caixa

Fuente: CNMV.

ESI extranjeras con pasaporte comunitario: Estado Miembro de origen¹

III.8

	2007	2008
Numero de ESI extranjeras operantes en España		
Libre prestación de servicios	1.395	1.781
Sucursales	29	37
Distribución según el Estado de origen		
Libre prestación de servicios		
Alemania	28	31
Austria	28	28
Bélgica	8	9
Chipre	10	15
Dinamarca	8	9
Eslovenia	1	1
Finlandia	5	5
Francia	41	44
Grecia	8	8
Holanda	54	60
Irlanda	29	39
Italia	4	4
Liechtenstein	0	1
Luxemburgo	11	15
Malta	1	1
Noruega	20	23
Portugal	8	8
Reino Unido	1.123	1.471
Suecia	8	9
Sucursales		
Alemania	0	1
Francia	2	2
Holanda	2	2
Luxemburgo	0	2
Polonia	0	1
Portugal	1	2
Reino Unido	24	27

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	
Altura Markets, SV, S.A.	BBVA / Calyon / Société Générale
Arcalia Patrimonios, SV, S.A.	Bancaja
Tactical Global Advisory, AV, S.A.	Caja Castilla La Mancha
M&B Capital Markets, SV, S.A.	Independiente
Tressis, SV, S.A.	Independiente
Allfunds Alternative, SV, S.A.	Banco Banif, S.A. / Intesa San Paolo SPA
Saras�n Al�n, AV, S.A.	Rabobank, NV
Capital Strategies Partners, AV, S.A.	Independiente
GBS Finanzas Investcapital, AV, S.A.	Independiente
Financial Lab, AV, S.A.	Independiente
Capital At Work, AV, S.A.	Independiente
GVC Gaesco Valores, SV, S.A.	Independiente
Bajas	
Altura Markets, AV, S.A.	BBVA / Calyon / Société Générale
Arcalia Valores, AV, S.A.	Bancaja
Arcalia Patrimonios, AV, S.A.	Bancaja
Tressis, AV, S.A.	Independiente
Alpha Finanzas, AV	Independiente
La Caixa gestión de Patrimonios, SV, S.A.	La Caixa
Interd�n Mercados, AV, S.A.	Cajas de Ahorros
Hermes Bolsa, AV, S.A.	Independiente
Estubroker, AV, S.A.	Independiente
Money Brok-2, AV, S.A.	Banque Degroof
Sociedades gestoras de cartera	
Bajas	
Capital At Work Int'l, SGC, S.A.	Independiente
ESI extranjeras con sucursal	
Altas	
European Capital Financial Services Limited, Sucursal en España	European Capital
X-Trade Brokers Dom Maklerski, S.A., Sucursal en España	X-Trade Brokers
Vontobel Europe S.A., Sucursal en España	Vontobel
Allianz Global Investors Europe Gmbh, Sucursal en España	Allianz
Scottish Widows Investment Partnership Limited, Sucursal en España	Scottish Widows
Skandia Invest, S.A., Sucursal en España	Skandia
CMC Markets UK Plc, Sucursal en España	CMC
Orey Valores - Sociedade Corretora, S.A., Sucursal en España	Orey

Fuente: CNMV.

Cambios de control en sociedades y agencias de valores y sociedades gestoras de cartera. 2008

III.10

Entidad	Adquiriente
Tomas de control por entidades financieras españolas	
Morgan Stanley Wealth Management, SV, S.A.	La Caixa
Estubroker, AV, S.A.	Independiente ¹
Tomas de control por entidades financieras extranjeras	
Asesores y Gestores Financieros, AV	EFG
Gottardo Patrimonios, AV, S.A.	BSI ²

Fuente: CNMV.

1. Segregación de ramas de actividad de GAESCO BOLSA, S.V., S.A. y de GENERAL DE VALORES Y CAMBIOS, S.V., S.A., ambas a favor de GVC GAESCO VALORES, SOCIEDAD DE VALORES, S.A. (antes Estubroker, AV, S.A.).
2. BSI, S.A. adquiere la totalidad del capital social de Banca del Gottardo, pasando a participar indirectamente en el capital social de Gottardo Inversiones Financieras S.A. y, consecuentemente, en el de Gottardo Patrimonios A.V. S.A. en un 99,99%.

ESI españolas con pasaporte comunitario. Estado Miembro de acogida¹

III.11

	2007	2008
Número de ESI con actuación transfronteriza		
Libre prestación de servicios	29	33
Sucursales	2	2
Distribución por países de la actuación transfronteriza de las ESI españolas²		
Libre prestación de servicios		
Alemania	16	16
Austria	5	5
Bélgica	12	12
Dinamarca	5	5
Finlandia	5	5
Francia	12	13
Grecia	5	6
Holanda	11	11
Irlanda	7	9
Islandia	3	3
Italia	11	12
Liechtenstein	1	1
Luxemburgo	9	11
Noruega	3	3
Portugal	17	19
Reino Unido	10	12
Suecia	5	6
Sucursales		
Portugal	1	0
Reino Unido	1	1
Suecia	0	1

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. 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 2008. Estado Miembro de origen

III.12

Anexos
Anexos estadísticos III

	2007	2008
Número de EC extranjeras comunitarias que prestan servicios de inversión en España		
Entidades de crédito comunitarias		
Libre prestación de servicios	310	348
Filiales de EC comunitarias en régimen de libre prestación de servicios	1	1
Sucursales	52	56
Entidades de crédito extracomunitarias		
Libre prestación de servicios	1	1
Sucursales	8	8
Distribución según el estado de origen		
Libre prestación de servicios		
Alemania	36	39
Austria	20	25
Bélgica	7	7
Chipre	2	3
Dinamarca	9	9
Finlandia	5	6
Francia	48	47
Grecia	0	1
Holanda	25	26
Hungría	1	4
Irlanda	23	27
Islandia	1	1
Italia	7	7
Liechtenstein	2	2
Luxemburgo	43	47
Malta	3	4
Noruega	2	3
Polonia	0	1
Portugal	11	11
Reino Unido	62	74
Suecia	3	4
Suiza	1	1
Filiales de EC comunitarias en régimen de libre prestación de servicios		
Irlanda	1	1
Sucursales		
Alemania	6	6
Argentina	1	1
Bélgica	3	3
Brasil	1	1
Dinamarca	1	1

**Entidades de crédito extranjeras con pasaporte comunitario para prestar
servicios de inversión a 31 de diciembre de 2007. Estado miembro de origen
(continuación)** III.12

	2007	2008
Estados Unidos	4	4
Francia	14	14
Holanda	5	5
Irlanda	3	3
Islandia	1	1
Italia	1	2
Japón	1	1
Luxemburgo	2	4
Portugal	8	8
Reino Unido	8	8
Suecia	0	1
Suiza	1	1

Fuente: Banco de España y CNMV.

Anexos estadísticos IV

Número de accionistas de las sociedades del Ibex 35¹ con participación significativa

IV.1

Entidades	Participación				
	3%-5%	5%-10%	10%-25%	25%-50%	50%-100%
Abengoa	—	—	—	—	1
Abertis	—	1	—	2	—
Acciona	—	—	—	—	1
Acerinox	2	1	3	—	—
ACS	—	2	3	—	—
B. Popular	—	4	1	—	—
B. Sabadell	1	4	—	—	—
B. Santander	1	1	—	—	—
Banesto	—	—	—	—	1
Bankinter	1	1	2	—	—
BBVA	2	—	—	—	—
BME	2	4	—	—	—
Cintra	2	1	—	—	1
Criteria	—	—	—	—	1
Enagás	1	5	—	—	—
Endesa	—	—	—	—	1 ²
FCC	1	—	1	—	1
Ferrovial	—	—	—	—	1
Gamesa	3	1	1	—	—
Gas Natural	1	—	1	2	—
Grífols	1	5	1	—	—
Iberdrola Renovables	—	—	—	—	1
Iberdrola	—	4	—	—	—
Iberia	1	1	2	—	—
Inditex	—	2	—	—	1
Indra	—	3	2	—	—
Mapfre	—	—	1	—	1
OHL	—	1	—	—	1
REE	—	1	1	—	—
Repsol YPF	—	2	2	—	—
Sacyr Vallehermoso	3	5	3	—	—
Técnicas Reunidas	—	1	—	—	1
Telecinco	1	2	1	—	1
Telefónica	—	3	—	—	—
Unión Fenosa	1	—	1	1	—
Total	24	55	26	5	14

Fuente: CNMV.

1. Composición del Ibex 35 al cierre del ejercicio.

2. Acción concertada entre Enel y Acciona.

Nota: De acuerdo con la nueva normativa, los custodios están exentos de notificar y la mayoría de ellos solicitaron la baja del registro de participaciones de la CNMV.

Referencia	Resoluciones
(1/07)	Orden Ministerial de 24 de enero de 2008 Resuelve el expediente sancionador incoado a una sociedad limitada y a los tres miembros de su Consejo de administración por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 q) de la LMV –incumplimiento de la reserva de actividad–. Se sanciona con 300.506,05 euros a la sociedad y a su Consejero delegado, y con multas de 150.253,02 euros a cada uno de los otros dos consejeros.
(2/07)	Orden Ministerial de 4 de febrero de 2008 Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona física por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 o) de la LMV –utilización de información privilegiada–. Se le impone una multa de 1.760.000 euros.
(3/07)	Orden Ministerial de 7 de febrero de 2008 Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona física por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 o) de la LMV –utilización de información privilegiada–. Se le impone una multa de 600.000 euros.
(4/07)	Orden Ministerial de 4 de julio de 2008 Acuerda archivar el expediente sancionador incoado a una persona física por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 t) de la LMV –obstrucción a la actuación inspectora de la CNMV–.
(5/07)	Orden Ministerial de 18 de julio de 2008 Resuelve el expediente sancionador incoado a una entidad de crédito, sociedad cotizada, por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 ñ) de la LMV –remisión a la CNMV de información de carácter financiero conteniendo datos inexactos, no veraces y con omisión de aspectos relevantes–. Se le sanciona con multa por importe de 2 millones de euros.
(6/07)	Resolución del Consejo de la CNMV de 11 de septiembre de 2008 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) de la LMV –comunicación de información privilegiada– y, por la otra, de dos infracciones graves del artículo 100 x) de la LMV –utilización de información privilegiada–. Se declara la inexistencia de todas las infracciones.
(7/07)	Resolución del Consejo de la CNMV de 26 de noviembre de 2008 Resuelve el expediente sancionador incoado a una sociedad cotizada y a los miembros de su Consejo de administración por la presunta comisión de una infracción grave del artículo 100 b) bis de la LMV –carecer la sociedad de Comité de auditoría en los términos legalmente establecidos–. Se sanciona con multa de 9.000 euros a la sociedad y de 3.000 euros a cada uno de los tres consejeros.

Fuente: CNMV.

Relación de sentencias recaídas en recursos contencioso-administrativos (R.C.A.) durante 2008 contra resoluciones en materia de sanciones

IV.3

N.º	Fecha	Tribunal	N.º de R.C.A.	Acto recurrido
1	21/01/2008	Audiencia Nacional	304/2005	Orden MEH 29/03/2005
Confirma las sanciones impuestas por Orden del Ministro de Economía y Hacienda de 29 de marzo de 2005 por una infracción muy grave del artículo 99 q) de la LMV.				
2	24/01/2008	Tribunal Supremo	552/2001	Sentencia AN 02/06/2004
Confirma en casación la sentencia de la Audiencia Nacional de 2 de junio de 2004 que desestima el recurso contencioso-administrativo número 552/2001 contra la Orden del Ministro de Economía de 7 de marzo de 2001, por la que se impusieron sanciones por infracción muy grave del artículo 99 p) de la LMV.				
3	25/04/2008	Audiencia Nacional	512/2006	Orden MEH 10/02/2006
Confirma las sanciones impuestas por Orden del Ministro de Economía y Hacienda de 24 de octubre de 2005, confirmada en reposición por otra de 10 de febrero de 2006, en relación con una infracción muy grave del artículo 99 l) de la LMV.				
4	14/05/2008	Tribunal Supremo	290/2006	Auto AN 28/03/2007
Confirma en casación el Auto de la Audiencia Nacional de 28 de marzo de 2007 que, a su vez, confirma en súplica otro de 4 de diciembre de 2006 que denegaba la medida cautelar de suspensión de la publicación de una resolución sancionadora por infracción muy grave del artículo 99 o) de la LMV.				
5	10/06/2008	Audiencia Nacional	210/2005	Orden MEH 14/02/2005
Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministro de Economía y Hacienda de 14 de febrero de 2005 por infracción muy grave del artículo 99 p) de la LMV.				
6	10/06/2008	Audiencia Nacional	166/2005	Orden MEH 14/02/2005
Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministro de Economía y Hacienda de 14 de febrero de 2005 por infracción muy grave del artículo 99 p) de la LMV.				
7	17/06/2008	Audiencia Nacional	346/2005	Orden MEH 15/04/2005
Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministro de Economía y Hacienda de 13 de enero de 2005, confirmada en reposición por otra de 15 de abril de 2005, en relación con una infracción muy grave del artículo 99 o) de la LMV.				
8	01/07/2008	Tribunal Supremo	147/2004	Sentencia AN 28/07/2005
Confirma en casación la sentencia de la Audiencia Nacional de 28 de julio de 2005, que desestima el recurso contencioso-administrativo número 147/2004 contra la Orden del Ministro de Economía de 23 de enero de 2004, por la que se impusieron sanciones por infracción muy grave del artículo 99 q) de la LMV.				
9	01/07/2008	Tribunal Supremo	87/2004	Sentencia AN 22/06/2005
Confirma en casación la sentencia de la Audiencia Nacional de 22 de junio de 2006, que desestima el recurso contencioso-administrativo número 147/2004 contra las Órdenes del Ministro de Economía de fechas 18 y 19 de diciembre de 2003, por las que se impusieron sanciones por infracciones graves –letras o) y t) del artículo 100– y muy graves –letras e) e l) del artículo 99– de la LMV.				
10	17/07/2008	Audiencia Nacional	220/2005	Orden MEH 14/02/2005
Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministro de Economía y Hacienda de 14 de febrero de 2005, por infracción muy grave del artículo 99 l) de la LMV.				

Relación de sentencias recaídas en recursos contencioso-administrativos (R.C.A.) durante 2008 contra resoluciones en materia de sanciones (continuación)

IV.3

N.º	Fecha	Tribunal	N.º de R.C.A.	Acto recurrido
11	17/07/2008	Audiencia Nacional	176/2005	Orden MEH 18/02/2005
Confirma las sanciones impuestas por Orden del Ministro de Economía y Hacienda de 18 de febrero de 2005, por infracciones muy graves de las letras o) y t) del artículo 99 de la LMV.				
12	17/07/2008	Audiencia Nacional	150/2005	Orden MEH 24/01/2005
Confirma las sanciones impuestas por Resolución del Consejo de la CNMV de 14 de septiembre de 2004, confirmada en alzada por Orden del Ministro de Economía y Hacienda de 24 de enero de 2005, por tres infracciones graves de las letras h), c) y o) del artículo 100 de la LMV.				
13	21/10/2008	Audiencia Nacional	290/2006	Orden MEH 16/06/2006
Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministro de Economía y Hacienda de 10 de marzo de 2006, confirmada en reposición por otra de 16 de junio de 2006, por una infracción muy grave del artículo 99 o) de la LMV.				
14	31/10/2008	Audiencia Nacional	123/2007	Orden MEH 30/01/2007
Confirma la sanción impuesta por Resolución del Consejo de la CNMV por infracción grave del artículo 100 t) LMV, confirmada en alzada por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 30 de enero de 2007.				

Fuente: CNMV.

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
Advertencias de la CNMV sobre entidades no autorizadas		
21/01/2008	Hibber Bothwell Capital Partners www.hibber-bothwell.com	CNMV
11/02/2008	GRAN CANARIA CONSULTORES Y ASESORES, S.L.	CNMV
07/04/2008	EVOLUTION MARKET GROUP INC (FINANZAS FOREX) GERMAN CARDONA SOLER SANTIAGO FUENTES JOVER	CNMV
07/04/2008	SANTIAGO FUENTES JOVER GERMAN CARDONA SOLER EVOLUTION MARKET GROUP INC (FINANZAS FOREX)	CNMV
07/04/2008	GERMAN CARDONA SOLER EVOLUTION MARKET GROUP INC (FINANZAS FOREX) SANTIAGO FUENTES JOVER	CNMV
21/07/2008	TRIBU INTERNATIONAL INVEST, S.L.	CNMV
28/07/2008	AKEMAN CAPITAL AKEMAN ALLAN CAPITAL WWW.AKEMANCAPITAL.COM	CNMV
20/10/2008	ATLANTIS FINANCIAL WWW.ATLANTIS-FINANCIAL.COM	CNMV
20/10/2008	GCI FINANCIAL, LTD. WWW.GCITRADING.COM CAPITAL RESOURCES SYSTEMS, LTD.	CNMV
27/10/2008	CAPITAL MANAGEMENT SCHOTTS, S.L. ROBERT MITCHELL MCMILLAN ALLAN Brookfield Partners, S.L.	CNMV
Advertencias al público de otros reguladores extranjeros		
23/01/2008	UK MAN INTERNATIONAL INVESTMENT FINANCIAL GROUP CO., LTD. WWW.MANAHL.CO.UK WWW.MANASIA.COM.CN	SFC - HONG KONG
23/01/2008	MACAO MANAGEMENT WWW.MACAOMGMT.HK	SFC - HONG KONG
23/01/2008	TRANSCORP PLC WWW.TRANSCORPINTL.COM	JFSC - JERSEY
23/01/2008	TRANSCORP INTERNATIONAL WWW.TRANSCORPINTL.COM	JFSC - JERSEY
23/01/2008	OPEN TRADE INTERNATIONAL, INC. WWW.OPENTRADE.NET	CONAVAL - PANAMÁ
23/01/2008	SCOTT FITZGERALD GROUP WWW.SCOTTFITZGERALDGROUP.COM	FSAN - NORUEGA
23/01/2008	CYRRUS CAPITAL VENTURE WWW.CYRRUSCAPITAL.COM	CBFA - BÉLGICA
23/01/2008	HANNOVER HOLDINGS WWW.HANNOVERHOLDINGS.COM	CBFA - BÉLGICA
23/01/2008	ROBINSON ASSET MANAGEMENT WWW.ROBINSONAM.COM	CBFA - BÉLGICA
23/01/2008	JOHNSON AND BROWN WWW.JOHNSONANDBROWN.COM	CBFA - BÉLGICA

Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)

IV.4

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
23/01/2008	TALBOT REESE WWW.TALBOTREESE.COM	CBFA - BÉLGICA
23/01/2008	MAXON FINANCIAL (H.K.) CO, LTD. WWW.MAXONFINANCIAL.COM	SFC - HONG KONG
23/01/2008	MFA INTERNATIONAL HOLDINGS LIMITED WWW.MORGAN-ADVISORS.COM	SFC - HONG KONG
23/01/2008	MORGAN FINANCIAL ADVISORS WWW.MORGAN-ADVISORS.COM	SFC - HONG KONG
23/01/2008	PANCISCO INTERNATIONA, INC. WWW.PIIEAST.COM	SFC - HONG KONG
23/01/2008	Southern Cross Mergers and Acquisitions www.southerncrossma.com	SFC - HONG KONG
23/01/2008	U.S.A. ICII INTERNATIONAL CONSULTANT LIMITED WWW.IICI.BIZ WWW.USAIICI.BIZ WWW.USAIICI.BIZ	SFC - HONG KONG
23/01/2008	WWW.HDLI.NET	SFC - HONG KONG
23/01/2008	AIBWT NOMINEES LIMITED HTTP://AIBWT.COM JAMAL WEHBEH HTTP://WWW.AIBWT-NOMINEES.COM	JFSC - JERSEY
23/01/2008	LANCASTER MANAGEMENT CORPORATION	HCMC - GRECIA
23/01/2008	MOUNT REAL CORPORATION	HCMC - GRECIA
06/02/2008	OICU LIMITED	FSC - ISLA DE MAN
06/02/2008	WWW.ALIANCE-LEICESTER-UK.COM	FSC - ISLA DE MAN
06/02/2008	ISLE OF MAN LOTTO PROMOTIONS UK	FSC - ISLA DE MAN
06/02/2008	ARTEMIS FINANCIAL	AMF - FRANCIA
06/02/2008	BANK NATIONAL TSB OFFSHORE LIMITED	JFSC - JERSEY
06/02/2008	HAMILTON HASTINGS & ASSOCIATES WWW.HAMILTONHASTINGS.COM	SFSA - SUECIA
06/02/2008	AKEMAN CAPITAL WWW.AKEMANCAPITAL.COM	SFSA - SUECIA
06/02/2008	THE ALLIANCE GROUP WWW.ALLIANCEGROUPTRUST.COM	SFSA - SUECIA
06/02/2008	ERNEST GREENE GROUP, LTD. WWW.ERNEST-GREENE.COM WWW.E-GREENE.COM	SFSA - SUECIA
06/02/2008	CAPITAL VENTURE GROUP, CVG WWW.CAPITALVENTUREGROUP.NET	SFSA - SUECIA
13/02/2008	AKEMAN CAPITAL WWW.AKEMANCAPITAL.COM	DFSA - DINAMARCA
13/02/2008	PRESTIGE ASSET MANAGEMENT	CSSF - LUXEMBURGO
13/02/2008	CRICKMORE & LUTZ	CSSF - LUXEMBURGO
13/02/2008	GLOBAL PENSION PLAN	SSMA - ESLOVENIA
13/02/2008	WORLDWIDE RESEARCH GROUP WWW.WORLDWIDERG.COM	CBFA - BÉLGICA
13/02/2008	PALLADIUM CATHAY INTERMEDIARIES WWW.PALLADIUMCATHAY.COM	SFSA - SUECIA

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
13/02/2008	DAVIS & RUDELL LLC WWW.DAVIS-RUDELL.COM	SFSA - SUECIA
27/02/2008	629 PLAN	AMF - FRANCIA
27/02/2008	AKEMAN CAPITAL WWW.AKEMANCAPITAL.COM	DFSA - DINAMARCA
27/02/2008	AKEMAN ALLAN CAPITAL WWW.AKEMANCAPITAL.COM	DFSA - DINAMARCA
27/02/2008	CFM TRADING WWW.CFMTRADINGS.COM	SFSA - SUECIA
27/02/2008	STRATEGIC INVESTMENT GROUP, SIG WWW.SIGADVISOR.COM	SFSA - SUECIA
27/02/2008	HEDGES MERGERS & ACQUISITIONS WWW.HMAWORLD.COM	SFSA - SUECIA
27/02/2008	CONCEPTS SOLUTIONS, S.A.	HCMC - GRECIA
27/02/2008	CONCEPTS FINANCIAL CONSULTANTS, S.A.	HCMC - GRECIA
27/02/2008	FIA CORPORATION, S.A.	HCMC - GRECIA
06/03/2008	WWW.HK-GUOCO.COM	SFC - HONG KONG
06/03/2008	MAXON & ASSOCIATES SECURITIES LIMITED WWW.MAXON-ASSOCIATES.COM	SFC - HONG KONG
06/03/2008	MANCHUKUO TEMPORARY GOVERNMENT WWW.MANCHUKUO.ORG	SFC - HONG KONG
06/03/2008	HOWELL SCHINE & CO WWW.HOWELLSCHINE.COM	SFC - HONG KONG
12/03/2008	HACHIRO MERGERS AND ACQUISITIONS WWW.HACHIRO.ORG	SFSA - SUECIA
12/03/2008	OKAMURA ASSET MANAGEMENT	AFM - PAÍSES BAJOS (HOLANDA)
19/03/2008	BLACKSTONE, NELSON, NEWHOUSE WWW.BNNSERVICES.COM	SFC - HONG KONG
19/03/2008	ABERDEEN LYLE GROUP WWW.ABERDEENLYLE.COM	SFC - HONG KONG
19/03/2008	WESTGATE CAPITAL MANAGEMENT WWW.WESTGATECM.COM	JFSC - JERSEY
19/03/2008	NOMURA FINANCIAL GROUP WWW.NOMURAGRP.COM	SFSA - SUECIA
19/03/2008	ASHLEY PARTNERS MERGERS & ACQUISITIONS WWW.ASHLEYPARTNERS.COM	SFSA - SUECIA
19/03/2008	WALLSTREET MANAGEMENT INCORPORATED WWW.WM-INCORPORATED.COM	SFSA - SUECIA
16/04/2008	VARIOS ISLA DE MAN	FSC - ISLA DE MAN
16/04/2008	VARIOS ISLA DE MAN	FSC - ISLA DE MAN
16/04/2008	KELVIN DUNCAN & BORIS OLEG	FSC - ISLA DE MAN
16/04/2008	PIERRE WALKER	FSC - ISLA DE MAN
16/04/2008	LOTS FINANCIAL GROUP LIMITED WWW.LOTSFX.COM	SFC - HONG KONG
16/04/2008	WALSH, ATKINS & ASSOCIATES WWW.WALSHATKINSASSOC.COM	SFSA - SUECIA

Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)

IV.4

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
16/04/2008	7M MANAGEMENT SERVICES, LTD.. CHRIS MELAS KONSTANTINOS KALLONIATIS	HCMC - GRECIA
16/04/2008	GOLDEN PURSE FUND KONSTANTINOS KALLONIATIS CHRIS MELAS	HCMC - GRECIA
16/04/2008	SOLID GOLD FINANCE LIMITED	SFC - HONG KONG
16/04/2008	IBIA WWW.IBIA.INFO	DFSA - DINAMARCA
16/04/2008	CUNNINGHAM HYATT MERGERS & ACQUISITIONS, LLP WWW.CUNNINGHAMHYATT.COM	SFSA - SUECIA
16/04/2008	HABERMAN BROTHERS INTERNATIONAL WWW.HABERMANBROTHERS.COM	SFSA - SUECIA
16/04/2008	BERKLEY LIQUIDATION & ADMINISTRATION WWW.BERKLEYLIQUIDATION.COM	SFSA - SUECIA
16/04/2008	KAGOSHIMA SECURITIES FINANCE WWW.KAGOFIN.NET	SFSA - SUECIA
16/04/2008	ALLIANCE GLOBAL INVESTORS FUND MANAGEMENT LLC WWW.AGIFUNDMGM.COM	SFSA - SUECIA
16/04/2008	MINERVA MANAGEMENT WWW.MINERVAMANAGEMENT.COM	SFSA - SUECIA
16/04/2008	J. S. Knight & Co, Ltd.	IFSRA - IRLANDA
16/04/2008	MCANTHONY INVESTMENTS WWW.MCANTHONYINVESTMENTS.COM	CBFA - BÉLGICA
30/04/2008	MOSSACK-FONSECA@EUROPE.COM	JFSC - JERSEY
30/04/2008	NAKAMISHI FINANCIAL, INC. WWW.NAKAMISHIFINANCIAL.COM	SFSA - SUECIA
30/04/2008	MCKINLEY & CO., LTD. WWW.MCKINLEYCOLTD.COM	SFSA - SUECIA
30/04/2008	EMPIRE STATE CONSULTANTS WWW.EMPIRESTATECONSULTANTS.COM	SFSA - SUECIA
14/05/2008	RAFIQ AHMED PETKAR FIREBIRD HOLDINGS LLC (FB HOLDINGS)	JFSC - JERSEY
14/05/2008	THOMAS CASTLE MANAGEMENT WWW.THOMAS-CASTLE.COM	DFSA - DINAMARCA
14/05/2008	ATLANTIS FINANCIAL Edzell Ventures WWW.ATLANTIS-FINANCIAL.COM	SFSA - SUECIA
21/05/2008	AB HUTTON GLOBAL HOLDINGS WWW.ABHGLOBAL.COM	CYSEC - CHIPRE
21/05/2008	EURO MONUMENT HOUSE & FINANCE PLC HTTP://EUROMONUMENTHOUSEFINANCE.COM/EHF ALLEN LUCADO	FSC - ISLA DE MAN
21/05/2008	CORPORATE FINANCE CHARLES BURNHAM	FSC - ISLA DE MAN
21/05/2008	VARIOS ISLA DE MAN	FSC - ISLA DE MAN
21/05/2008	COLEMAN, PETERSON & ASSOCIATES (CPA) WWW.CPA-ADVISORS.COM	SFSA - SUECIA

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
21/05/2008	SCANDINAVIAN TRADE WWW.SCANDINAVIAN-TRADE.COM	SFSA - SUECIA
28/05/2008	FUTURE TRADING CLUB WWW.FUTURETRADINGCLUB.COM	SFSA - SUECIA
28/05/2008	Strategic Capital Partners Portfolio Management AG www.strategiccapital.ch	CBFA - BÉLGICA
28/05/2008	VARIOS ISLA DE MAN ROLAND MANTU CHUDY MORRISON	FSC - ISLA DE MAN
11/06/2008	CAPITAL ACCESS LIMITED WWW.CAPITALACCESSLIMITED.COM	SFSA - SUECIA
18/06/2008	BULL AND BEAR ADVISORY (IRELAND)	IFSRA - IRLANDA
18/06/2008	BAYSIDE EQUITY GROUP WWW.BAYSIDEEQUITYGROUP.COM	SFSA - SUECIA
18/06/2008	HANNOVER STERLING, LTD. WWW.HANNOVERSTERLINGLTD.COM (ATENCIÓN: CONTIENE VIRUS)	SFSA - SUECIA
18/06/2008	EVOLUTION MARKET GROUP INC. (FINANZAS FOREX)	AMF - FRANCIA
02/07/2008	BLUE BAYOU PROSPECT MANAGEMENT WWW.BBPROSPECT.COM	SFSA - SUECIA
02/07/2008	BULLMAN ASSET MANAGEMENT WWW.BULLMANASSETMANAGEMENT.COM	SFSA - SUECIA
02/07/2008	PATERSON & CO, LTD. WWW.PATERSONCOLTD.COM	SFSA - SUECIA
09/07/2008	AVERY KINGSTON CAPITAL WWW.AVERYKINGSTON.COM	SFSA - SUECIA
09/07/2008	DAUPHIN ASSET EUROPE WWW.DAUPHINEUROPE.COM	SFSA - SUECIA
09/07/2008	FIRST PRIME GROUP WWW.FIRSTPRIMEGROUP.NET	SFSA - SUECIA
09/07/2008	REYNOLDS GROUP LIMITED WWW.REYNOLDSFINANCE.COM	SFSA - SUECIA
09/07/2008	RICHMOND CAPITAL MANAGEMENT WWW.RICHMONDCONSULTANCY.COM	SFSA - SUECIA
09/07/2008	KIMURA FINANCIAL WWW.KIMURAFINANCIAL.COM	DFSA - DINAMARCA
23/07/2008	DAVIS MAYER GROUP WWW.DAVISMAYER.COM	CBFA - BÉLGICA
23/07/2008	ROYAL ASSETS AND RESEARCH WWW.ROYALASSETSANDRESEARCH.COM	CBFA - BÉLGICA
23/07/2008	ABEYSINGHE SUMINDRA	FSC - ISLA DE MAN
23/07/2008	LASHORND A YOUNG MOVEANYTHING@SIFY.COM HENRYBROWN23@GMAIL.COM	FSC - ISLA DE MAN
23/07/2008	HTTP://INVESTEC-B.COM	FSC - ISLA DE MAN
23/07/2008	MOHAMMED M. HOQUE HTTP://MRLAWCHAMBERS.COM/FEES.HTM HTTP://MRLAWCHAMBERS.COM/LEGALTEAM.HTM	FSC - ISLA DE MAN

Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)

IV.4

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
23/07/2008	CANARY TRUST SECURITY	FSC - ISLA DE MAN
30/07/2008	COMMISSION FEDERALE DES MARCHES FINANCIERS WWW.CFMF.GOV.TE	CBFA - BÉLGICA
30/07/2008	SOLVAY FINANCIAL	CBFA - BÉLGICA
30/07/2008	CITY PRIVATE BANKING & WEALTH MANAGEMENT JAMES SHERMAN	FSC - ISLA DE MAN
30/07/2008	GLOBE FINANCE GROUP HTTP://GLOBEFINANCEINVESTMENTS.EN.ECPLAZA.NET WWW.GLOBEFINANCEINVESTMENTS	FSC - ISLA DE MAN
30/07/2008	LIGHTHOUSE FINANCE LLC WWW.WEBNOW.COM/LIGHTHOUSELIVE-COM WWW.LIGHTHOUSE.INVESTMENT.COM	FSC - ISLA DE MAN
30/07/2008	CENTURION CAPITAL INTERNATIONAL, INC. WWW.CENTURIONCAPITALONLINE.COM	SFSA - SUECIA
13/08/2008	INVESTMENT SOLUTIONS, LTD. CHRISTOS STERGIU	HCMC - GRECIA
13/08/2008	SUMMIT CAPITAL MANAGEMENT	CBFA - BÉLGICA
13/08/2008	ADVANTAGE SECURITIES, INC. WWW.ADVANTAGESECURITIES.COM	SFC - HONG KONG
13/08/2008	MIRACLE ASSET, LTD.	SFC - HONG KONG
13/08/2008	SABIN COMMODITIES, INC. WWW.SABIN-COMMODITIES.COM	SFC - HONG KONG
13/08/2008	STANDARD UNITED CORPORATION WWW.STANDARDUNITED.COM	SFC - HONG KONG
13/08/2008	WWW.SHEEP669.CN	SFC - HONG KONG
13/08/2008	TRUST FINANCE FIDELITY BANK HTTP://TRUSTFINANCEFIDELITYBANK.ORG	JFSC - JERSEY
13/08/2008	BAC MINING SOUTH AFRICA FUND	HCMC - GRECIA
13/08/2008	BAC SOLAR	HCMC - GRECIA
13/08/2008	BAC AFRICA NATURAL RESOURCES	HCMC - GRECIA
13/08/2008	BAC HYDROGEN	HCMC - GRECIA
13/08/2008	BEST ASSET CLASS AG (BAC)	HCMC - GRECIA
20/08/2008	MASARU ASSOCIATES WWW.MASARUASSOCIATES.COM	SFC - HONG KONG
20/08/2008	REYNOLDS GROUP LIMITED WWW.REYNOLDSFINANCE.COM	SFC - HONG KONG
20/08/2008	SCOTT FITZGERALD GROUP WWW.SCOTTFITZGERALDGROUP.COM	SFC - HONG KONG
20/08/2008	WILMINGTON FINANCIAL GROUP WWW.WORFINGRP.COM	SFC - HONG KONG
20/08/2008	WORTHINGTON FINANCIAL GROUP WWW.WORFINGRP.COM	SFC - HONG KONG
17/09/2008	E-HOLDING LIMITED	GFSC - GIBRALTAR
17/09/2008	WORLD OWNERS INSTANT PAYMENTS (WOIP)	GFSC - GIBRALTAR
17/09/2008	CAPITAL MANAGEMENT FOUNDATION OF NORTH AMERICA INC. (CMF)	AMF - FRANCIA
17/09/2008	EURO CAPITAL MARKET SERVICES	AMF - FRANCIA

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
17/09/2008	THOMAS CASTLE MANAGEMENT WWW.THOMAS-CASTLE.COM	FSAN - NORUEGA
17/09/2008	DAVIS MAYER GROUP WWW.DAVISMAYER.COM	FSAN - NORUEGA
17/09/2008	HAWKINS & DOYLE WWW.HAWKINSDOYLE.COM	FSAN - NORUEGA
17/09/2008	IMG AS - INTERNETMARKET GLOBAL WWW.FIN-ENERGY.NO	FSAN - NORUEGA
17/09/2008	WALL STREET MANAGEMENT CORP WWW.WALLSTREETMGT.COM	FSAN - NORUEGA
17/09/2008	METROPOLITAN CREDIT CORP	AFM - PAÍSES BAJOS (HOLANDA)
17/09/2008	BKR-KREDIET	AFM - PAÍSES BAJOS (HOLANDA)
17/09/2008	ENSCHDE FINANCE	AFM - PAÍSES BAJOS (HOLANDA)
17/09/2008	DAUPHIN ASSET EUROPE	AFM - PAÍSES BAJOS (HOLANDA)
17/09/2008	POLLIA VENTURES WWW.POLLIAVENTURES.COM	SFSA - SUECIA
17/09/2008	ABERDEEN PACIFIC GROUP WWW.ABERDEENPACIFICGROUP.COM	SFSA - SUECIA
17/09/2008	PORTWAY CAPITAL WWW.PORTWAYCAPITAL.COM	SFSA - SUECIA
17/09/2008	HEINTZMAN, WARREN, WISE & FORNELLA, P.C. WWW.HWWLAW.COM	SFSA - SUECIA
17/09/2008	HIGHLAND INTERNATIONAL ADVISORS WWW.HIGHLANDINTADV.COM	SFSA - SUECIA
17/09/2008	THE LYON GROUP, INC. WWW.THELYONGROUPINC.COM	SFSA - SUECIA
17/09/2008	POLLIA VENTURES WWW.POLLIAVENTURES.COM	FMA - AUSTRIA
17/09/2008	KIMURA FINANCIAL WWW.KIMURAFINANCIAL.COM	FMA - AUSTRIA
17/09/2008	INCENTIVE BREIL/BRIGELS, S.A.	FMA - AUSTRIA
17/09/2008	MOHOON INTERNATIONAL INVESTMENT, LTD. WWW.MOHOON.COM	SFC - HONG KONG
17/09/2008	HONGKONG GXFOREX CO., LTD. WWW.JXCM138.COM	SFC - HONG KONG
17/09/2008	ADVANTAGE SECURITIES, INC. WWW.ADVANTAGESECURITIES.COM	SFC - HONG KONG
24/09/2008	EDENBOURG ADVISORY SERVICES WWW.EDENBOURGAS.COM	CBFA - BÉLGICA
24/09/2008	WORLD CAPITAL SOLUTIONS WWW.WORLDCAPITALSOLUTIONS.COM	SFSA - SUECIA
01/10/2008	FAIRFIELD AND HAYES WWW.FAIRFIELDHAYS.COM	FSAN - NORUEGA
01/10/2008	AUGMENTUM MACAU WWW.AUGMENTUMMACAU.COM	FSAN - NORUEGA
01/10/2008	HAMILTON TRADING, LTD. WWW.HAMILTON-TRADING.COM	CBFA - BÉLGICA

Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)

IV.4

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
01/10/2008	INDIGO FUTURES LIMITED	GFSC - GIBRALTAR
01/10/2008	GOLDMAN SACHS ASIA INVESTMENT MANAGEMENT (HONG KONG) LIMITED	SFC - HONG KONG
01/10/2008	Global Options Group WWW.GLOBALOPTIONS.ORG WWW.GLOBALCGP.COM WWW.GLOBALOPTIONS.BE	SFC - HONG KONG
01/10/2008	Global Commodities ,Inc. WWW.GLOBALOPTIONS.ORG WWW.GLOBALOPTIONS.BE WWW.GLOBALCGP.COM	SFC - HONG KONG
01/10/2008	GLOBE ALLIANCE LIMITED WWW.GLOBALCGP.COM WWW.GLOBALOPTIONS.ORG WWW.GLOBALOPTIONS.BE	SFC - HONG KONG
01/10/2008	ELECTRONIC CAPITAL MARKETS LIMITED WWW.ECMFOREX.COM	SFC - HONG KONG
01/10/2008	ECM TRADING LIMITED WWW.ECMFOREX.COM	SFC - HONG KONG
01/10/2008	MANHATTAN FUJIWARA INTERNATIONAL WWW.MANHATTANFUJI.JP	SFSA - SUECIA
01/10/2008	INTERNATIONAL EQUITY PORTFOLIO	SFSA - SUECIA
01/10/2008	ROSS-PARKINSON	SFSA - SUECIA
01/10/2008	WIDE BERTH INTERNATIONAL, INC.	SFSA - SUECIA
15/10/2008	Morley Thompson, Inc. www.morleythompson.com	DFSA - DINAMARCA
15/10/2008	WITTER WALWYN WWW.WITTERWALWYN.NET	DFSA - DINAMARCA
15/10/2008	BOULTON CAPITAL PARTNERS	IFSRA - IRLANDA
15/10/2008	GOTTHARD CAPITAL PARTNERS	IFSRA - IRLANDA
15/10/2008	OMEGA CAPITAL MANAGEMENT	IFSRA - IRLANDA
15/10/2008	WESTCOMB CAPITAL MANAGEMENT	IFSRA - IRLANDA
15/10/2008	CANARY TRUST SECURITY	FSC - ISLA DE MAN
15/10/2008	DAN WILLIAMS	FSC - ISLA DE MAN
15/10/2008	MONEDA MANAGEMENT LLC WWW.MONEDAMANAGEMENT.COM/MONEDA.HTM	FSC - ISLA DE MAN
15/10/2008	BANQUE DE PRINKIPO WWW.KREDISGLAMA.COM WWW.BANQUEDEPRINKIPOS.COM	FSC - ISLA DE MAN
15/10/2008	PRINKIPO CONSULTING AND TRADE LIMITED WWW.KREDISGLAMA.COM WWW.BANQUEDEPRINKIPOS.COM	FSC - ISLA DE MAN
15/10/2008	PC & T (IOM) LIMITED WWW.KREDISGLAMA.COM WWW.BANQUEDEPRINKIPOS.COM	FSC - ISLA DE MAN
15/10/2008	ROYAL CANAREY TRUST	FSC - ISLA DE MAN
15/10/2008	ROYAL CANARY TRUST	FSC - ISLA DE MAN
15/10/2008	ROYAL CANARY TRUST BANK	FSC - ISLA DE MAN

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
15/10/2008	ROYAL CANARY TRUST, LTD.	FSC - ISLA DE MAN
15/10/2008	LIMBAUGH AND YORK ASSOCIATES WWW.LIMBAUGHANDYORKASSOCIATES.COM	FSC - ISLA DE MAN
15/10/2008	ANTIQUES SUPERMARKET.COM HTTP://WWW.ANTIQUESSUPERMARKET.COM	FSC - ISLA DE MAN
22/10/2008	WINDRIVER CAPITAL	FSA - REINO UNIDO
22/10/2008	AVERY KINGSTON CAPITAL	FSA - REINO UNIDO
22/10/2008	CANTWELL INTERNATIONAL	FSA - REINO UNIDO
22/10/2008	COHEN HAYWARD INTERNATIONAL	FSA - REINO UNIDO
22/10/2008	CROSBY CAPITAL PARTNERS WWW.CROSBYCP.COM	FSA - REINO UNIDO
22/10/2008	EDENBOURG ADVISORY SERVICES	FSA - REINO UNIDO
22/10/2008	FINANCIAL INVESTMENT SOLUTIONS	FSA - REINO UNIDO
22/10/2008	GREYSON MANAGEMENT	FSA - REINO UNIDO
22/10/2008	HUNTER ROWE	FSA - REINO UNIDO
22/10/2008	JOHNSON MATTHEWS ASSOCIATES	FSA - REINO UNIDO
22/10/2008	JUVET MANAGEMENT	FSA - REINO UNIDO
22/10/2008	KENSINGTON CAPITAL	FSA - REINO UNIDO
22/10/2008	MAGANURA MERGERS & ACQUISITIONS	FSA - REINO UNIDO
22/10/2008	PEARL ASSOCIATES	FSA - REINO UNIDO
22/10/2008	PEARLMAN & SINCLAIR	FSA - REINO UNIDO
22/10/2008	PETERSON MCCORMACK ASSOCIATES	FSA - REINO UNIDO
22/10/2008	TROY LANSDOWNE	FSA - REINO UNIDO
22/10/2008	VISION COMMODITIES	FSA - REINO UNIDO
22/10/2008	MORGAN FINCH INTERNATIONAL WWW.MORGANFINCH.NET	DFSA - DINAMARCA
22/10/2008	PACIFIC EQUITY MANAGEMENT WWW.PACIFICEM.COM	SFSA - SUECIA
22/10/2008	SAKUMA GROUP WWW.SAKUMAGROUP.COM	SFSA - SUECIA
22/10/2008	DOMINION ROYAL EKONOMISK FÖRENING (ECONOMIC ASSOCIATION) WWW.DOMINIONROYAL.COM	SFSA - SUECIA
22/10/2008	ATLANTIS MERGERS & ACQUISITIONS WWW.ATLANTISMA.COM	SFSA - SUECIA
22/10/2008	GREYHILL CONSULTANTS	SFSA - SUECIA
22/10/2008	ROSSFORD MERGERS & ACQUISITIONS	FSA - REINO UNIDO
19/11/2008	OVETII	HCMC - GRECIA
19/11/2008	GOTTHARD CAPITAL PARTNERS WWW.GOTTHARDCP.COM	FSA - REINO UNIDO
19/11/2008	BARRINGTON SECURITIES	FSA - REINO UNIDO
19/11/2008	BOULTON CAPITAL PARTNERS	FSA - REINO UNIDO
19/11/2008	BRIDGESTONE TRADING	FSA - REINO UNIDO
19/11/2008	CANTWELL INTERNATIONAL	FSA - REINO UNIDO
19/11/2008	CK INVESTMENTS (CK GROUP)	FSA - REINO UNIDO

Advertencias al público sobre entidades no registradas (continuación)

IV.4

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
19/11/2008	CROMWELL AND PIERCE INTERNATIONAL	FSA - REINO UNIDO
19/11/2008	DELTA GROUP LLC	FSA - REINO UNIDO
19/11/2008	EX TRADE	FSA - REINO UNIDO
19/11/2008	EXECUTIVE GROUP	FSA - REINO UNIDO
19/11/2008	FLEETWOOD ASSOCIATES	FSA - REINO UNIDO
19/11/2008	GLOBAL WEALTH MANAGEMENT	FSA - REINO UNIDO
19/11/2008	GLOBAL WEALTH PARTNERS PLC	FSA - REINO UNIDO
19/11/2008	HARRINGTON LLOYD	FSA - REINO UNIDO
19/11/2008	HEINZ HOKKAIDO INTERNATIONAL	FSA - REINO UNIDO
19/11/2008	HEMMINGWAYS	FSA - REINO UNIDO
19/11/2008	INTERACTIVE WORLD TRADING, LTD.	FSA - REINO UNIDO
19/11/2008	INTERNATIONAL DIGITAL SPORTS TECHNOLOGIES	FSA - REINO UNIDO
19/11/2008	KAUFFMAN HATHERWAY / K H CORPORATE	FSA - REINO UNIDO
19/11/2008	LIMBAUGH AND YORK ASSOCIATES	FSA - REINO UNIDO
19/11/2008	PARKER FORRESTER, LTD.	FSA - REINO UNIDO
19/11/2008	SAKUMA GROUP	FSA - REINO UNIDO
19/11/2008	SOVEREIGN PACIFIC, INC.	FSA - REINO UNIDO
19/11/2008	VANZANDT	FSA - REINO UNIDO
19/11/2008	WESTERN ROYAL	FSA - REINO UNIDO
19/11/2008	WORLD CAPITAL SECURITIES	FSA - REINO UNIDO
19/11/2008	AKER FINANCIAL AS WWW.AKERFINANCIAL.COM	FSAN - NORUEGA
19/11/2008	SEISMA OIL RESEARCH LLC WWW.SEISMARESEARCH.COM	FSAN - NORUEGA
19/11/2008	HCS WORLDWIDE WWW.HCSWORLDWIDE.COM	DFSA - DINAMARCA
19/11/2008	HCS WORLDWIDE WWW.HCSWORLDWIDE.COM	SFSA - SUECIA
19/11/2008	EURO SPARKASSA EKONOMISK FÖRENING	SFSA - SUECIA
19/11/2008	JAMES B. CLARKE ET CO, LTD. WWW.JBC-CO.COM	JFSC - JERSEY
19/11/2008	SOCIETE FINANCE GROUP HTTP://SOCFINGROUP.COM	JFSC - JERSEY
19/11/2008	JD ABRAMS & ASSOCIATES WWW.JDABRAMSASSOCIATES.COM	SFC - HONG KONG
19/11/2008	PARKER MONROE WWW.PARKERMONROE.COM	SFC - HONG KONG
19/11/2008	SKY PRIVATE BANK & TRUST (GIBRALTAR) LIMITED	GFSC - GIBRALTAR
19/11/2008	PRESTIGE MANAGEMENT PLC	GFSC - GIBRALTAR
26/11/2008	JAMES B. CLARKE ET CO, LTD.	GFSC - GIBRALTAR
26/11/2008	CORE MARKET RESEARCH	GFSC - GIBRALTAR
26/11/2008	FINANSTJENESTER WWW.FINANSTJENESTER.NET	FSAN - NORUEGA
26/11/2008	GOLDBERG HECHHE ASSOCIATES HTTP://GOLDBERGHECHE.COM/INDEX.HTML	FSAN - NORUEGA

Fecha	Compañía sobre la que se advierte	Regulador/supervisor
26/11/2008	CES FUTURES BROKERAGE CO, LTD. WWW.CESFUTURES.COM	SFC - HONG KONG
26/11/2008	MORGAN CAPITAL PARTNERS WWW.MORGANCP.COM	SFC - HONG KONG
26/11/2008	RIVE FINANCIAL WWW.RIVEFINANCIAL.CH	SFC - HONG KONG
26/11/2008	VENTURE ALLIANCE PARTNERS (VENPAR) WWW.VENPAR.COM	SFSA - SUECIA
26/11/2008	LYLAND FINANCE WWW.LYLANDFINANCE.COM	SFSA - SUECIA
26/11/2008	FALON GROUP LIMITED WWW.FALON-GROUP.COM	SFSA - SUECIA
26/11/2008	DAVIS MAYER GROUP WWW.DAVISMAYER.COM	FMA - AUSTRIA
10/12/2008	FINURBA CORPORATE FINANCE	FSAN - NORUEGA
10/12/2008	BARCLAYS GROUP FINANCIAL, INC.	SFSA - SUECIA
10/12/2008	HAMPSHIRE CONSULTANTS LLC HTTP://HAMPSHIRECONSULTANTSLLC.COM	FSAN - NORUEGA
10/12/2008	SKYLINE ADVISORY GROUP	SFSA - SUECIA
10/12/2008	PACIFIC CAPITAL PARTNERS	SFSA - SUECIA
10/12/2008	HIGHLAND INTERNATIONAL ADVISORS WWW.HIGHLANDINTADV.COM	FSAN - NORUEGA
10/12/2008	LINCOLN VENTURES	IFSRA - IRLANDA
10/12/2008	BAER INNES STOCK BROKING AND WEALTH MANAGEMENT WWW.BAERINNES.COM	FSAN - NORUEGA
10/12/2008	SAVOY ADVISORS LLC Wakefield & Stern Corporation	FSAN - NORUEGA JFSC - JERSEY

Fuente: CNMV.

A Legislación española

Principales medidas legislativas de ámbito nacional aprobadas en 2008.

A.1 Comisión Nacional del Mercado de Valores

Resolución del Consejo de la CNMV de 5 de noviembre de 2008, por la que se modifica el Reglamento de Régimen Interior de la CNMV.

Esta resolución introduce algunas modificaciones en el Reglamento de Régimen Interior de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, cuya aprobación corresponde a la propia CNMV de acuerdo con el artículo 14.10 de la Ley del Mercado de Valores. El objetivo principal de la reforma consiste en la introducción de mejoras de carácter formal y técnicas.

En particular, se permite que el Presidente pueda delegar sus funciones propias en cualquier órgano de la CNMV, siempre que se haga de acuerdo con lo dispuesto en la Ley. También se completa la regulación sobre la situación de los presidentes, vicepresidentes y personal directivo de la CNMV tras su cese. Asimismo, las antiguas direcciones y divisiones pasan a denominarse departamentos, y se introduce expresamente la regulación de las funciones del Departamento de Control Interno y del Departamento Adjunto a Presidencia.

Respecto a los diversos procedimientos establecidos para la tramitación de asuntos, se incorpora una referencia al registro electrónico y se completan las referencias a la regulación aplicable a los procedimientos sancionadores. También se prevé la intervención del Departamento de Control Interno en el proceso de elaboración de los procedimientos internos y se revisa la regulación de los procesos de selección de personal, para adaptarlos a la Ley 7/2007, de 12 de abril, del Estatuto Básico del Empleado Público.

A.2 Mercados secundarios oficiales de valores y otros sistemas de negociación

Circular 9/2008, de 10 de diciembre, de la CNMV, sobre normas contables, estados de información reservada y pública, cuentas anuales de las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales, con la exclusión del Banco de España, de las entidades rectoras de los sistemas multilaterales de negociación, de la Sociedad de Sistemas, de las entidades de contrapartida central, de la Sociedad de Bolsas, de las sociedades que tengan la titularidad de todas las acciones de organismos rectores de mercados secundarios oficiales y de sistemas multilaterales de negociación, y de

otros sistemas de compensación y liquidación de los mercados que se creen al amparo de lo previsto en la Ley del Mercado de Valores.

Esta circular de ámbito contable alcanza a todas las infraestructuras de mercado de valores de negociación y de post-contratación residentes, con la excepción del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones. Tiene por objeto actualizar las normas y modelos de estados financieros reservados y públicos hasta ahora vigentes para su acomodación a los cambios normativos en materia contable que se han producido en España en el último año para lograr una armonización internacional con base en la normativa de la Unión Europea y, en concreto, al marco contable representado por el nuevo Plan General de Contabilidad (NPGC).

Dicha adaptación normativa en materia contable se ha abordado considerando la idiosincrasia legal y operativa de las distintas infraestructuras de mercado de negociación y de post-contratación residentes teniendo en cuenta los principios y normas contables contenidos en el nuevo PGC. Por ello, esta circular no recoge desarrollos normativos contables relativos al tratamiento de las transacciones y sucesos previstos por el NPGC sino, únicamente, los tratamientos contables que esas infraestructuras de mercado deben aplicar a aquellas transacciones y sucesos que por su especificidad no se contemplan en los correspondientes desarrollos reglamentarios de la legislación mercantil.

En suma esta circular, de aplicación a la información reservada y pública periódica (mensual, trimestral y anual) que se elabore a partir del 1 de enero de 2009 y a la información de cierre anual de ejercicio 2008 de las sociedades o entidades bajo su ámbito, pretende homogeneizar y adaptar a los principios y criterios contables vigentes en la actualidad la información contable y de actividad que esas sociedades deben remitir a la CNMV o hacer pública.

A.3 Transparencia de emisores de valores admitidos a negociación

Circular 1/2008, de 30 de enero, de la CNMV, 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.

Esta circular trae causa de la reforma de la normativa sobre requisitos de transparencia de los emisores de valores admitidos a negociación, incorporada a la Ley del Mercado de Valores y desarrollada por medio del Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, sobre información regulada. La Circular desarrolla los modelos de información periódica relativos a cuentas anuales resumidas, individuales y consolidadas, de carácter semestral, así como las declaraciones de gestión intermedias y, en su caso, el contenido de los informes financieros trimestrales. Los modelos se adaptan a las normas internacionales de contabilidad adoptadas por la Unión Europea, en el caso de las cuentas resumidas de los grupos consolidados, y a la normativa contable nacional, en el caso de las cuentas anuales resumidas individuales, estableciéndose modelos específicos para las entidades de crédito y las entidades aseguradoras.

Una de las novedades consiste en que se recogen, en los modelos semestrales, las declaraciones de responsabilidad que, de conformidad con el Real Decreto 1362/2007, deben ser asumidas por los administradores del emisor; también resulta novedoso que la información trimestral se sustituye por las declaraciones inter-

medias de gestión, salvo que el emisor voluntariamente publique informes financieros trimestrales, indicando la Circular los datos mínimos que deben contener estas declaraciones intermedias.

A.4 Ofertas públicas de adquisición de valores

Circular 8/2008, de 10 de diciembre, de la CNMV, por la que se aprueban los modelos a los que deberán ajustarse los anuncios y las solicitudes de autorización de las ofertas públicas de adquisición de valores.

En desarrollo del RD 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, se establece el modelo de anuncio de oferta pública de adquisición de valores de sociedades cotizadas, con el fin de garantizar que, desde el primer momento, todos los inversores puedan conocer las informaciones necesarias para apreciar adecuadamente la operación de que se trate. Se establece el principio básico de que el anuncio deberá ser veraz, claro, completo y, cuando así lo exija la información, cuantificado. Se ha optado por incluir un modelo único de anuncio para todas los tipos de opa, considerándose también la posibilidad de que en lugar de realizar el anuncio de opa, pueda el oferente presentar directamente el escrito de solicitud de autorización de la oferta, el cual deberá contener prácticamente las mismas informaciones que la Circular fija para el anuncio de la oferta.

En primer lugar, la Circular establece que el anuncio debe advertir de que la oferta está sujeta a la preceptiva autorización de la CNMV. En segundo lugar, la Circular fija los contenidos del anuncio: se identificará al oferente y a la persona u órgano que ha adoptado el acuerdo de formulación de la oferta; se establecerá el plazo aproximado previsto para la presentación de la solicitud de la autorización de la oferta y el tipo de oferta; se informará sobre la participación del oferente en la sociedad afectada, sobre las características de la sociedad afectada por la oferta, sobre el número de valores y el porcentaje a los que se extenderá la oferta y sobre la naturaleza de la contraprestación ofrecida, indicando en su caso si se ofrecen valores en canje y proporcionando cierta información sobre éstos. También se informará sobre las condiciones a que se sujeta la oferta; sobre la necesidad de obtención de alguna autorización administrativa; sobre la existencia de acuerdos con otros accionistas de la sociedad afectada, con su consejo de administración o con alguno de sus miembros; sobre la intención del oferente respecto a la exclusión en bolsa de los valores de la sociedad afectada y respecto al ejercicio del derecho de venta forzosa. Toda esta información deberá adaptarse como resulte procedente en el caso de las ofertas competidoras, ofertas por exclusión o por reducción de capital mediante adquisición de acciones propias. Finalmente, el anuncio deberá contener una advertencia sobre las obligaciones de comunicación de participaciones significativas y operaciones con acciones que son aplicables en caso de opa, y también se debe advertir igualmente sobre la suspensión del contrato de liquidez de la sociedad afectada en caso de que exista.

A.5 Empresas de servicios de inversión y otras entidades del mercado de valores

Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras.

Esta regla desarrolla la normativa sobre recursos propios de las entidades financieras aprobada tras las últimas reformas de la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coefi-

cientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de intermediarios financieros y otras normas del sistema financiero y de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, que transponen dos directivas comunitarias inspiradas, a su vez, en el Acuerdo de Capital de Basilea II de 2004.

En general, puede señalarse que la normativa de recursos propios descansa sobre tres pilares o enfoques de supervisión que se refuerzan mutuamente. En primer lugar, existen unas reglas uniformes para determinar los requerimientos mínimos de capital; en segundo lugar, se pone en marcha un sistema de revisión supervisora con el fin de fomentar la gestión interna de los riesgos de las entidades y, en tercer lugar, se establece la obligación de que las entidades divulguen ante el mercado información sobre los aspectos clave de su perfil de negocio, exposición al riesgo y formas de gestión del riesgo. El aspecto más novedoso de la nueva normativa consiste en la importancia que adquieren los mecanismos internos de medición del riesgo de las entidades financieras, de tal manera que la normativa de solvencia ha dejado de consistir en el cumplimiento de unas ratios prefijadas.

El Real Decreto se estructura en dos títulos, de los cuales el primero regula los requerimientos de capital de las entidades de crédito, mientras que el título segundo va destinado a las empresas de servicios de inversión, regulándose también por medio de una disposición adicional los requerimientos de recursos propios para las sociedades de garantía recíproca y las sociedades de reafianzamiento.

Respecto a las entidades de crédito, el riesgo de crédito se regula permitiendo que las entidades puedan elegir, en función de su tamaño o grado de sofisticación, entre el método estándar y el método basado en calificaciones internas. En el método estándar las posiciones de riesgo se ponderan por referencia a las calificaciones crediticias de agencias de calificación externa o, en determinados casos, de Agencias de Crédito a la Exportación. El método basado en las calificaciones internas, que debe ser autorizado por el Banco de España, supone que las entidades utilicen, para determinar sus recursos propios, las calificaciones crediticias que ellas mismas hayan calculado con sus modelos internos de riesgo basados en datos de su experiencia pasada con cada tipo de exposiciones. Asimismo, se contemplan técnicas de reducción del riesgo de crédito y se especifica el cálculo de las ponderaciones del riesgo para las exposiciones más complejas, en particular para las titulizaciones.

Junto al riesgo de crédito, el Real Decreto regula también para las entidades de crédito el riesgo derivado de la evolución desfavorable de los tipos de cambio, del precio del oro y de las posiciones en instrumentos financieros y materias primas que componen su cartera de negociación, así como el riesgo de pérdidas debidas a sucesos que se pueden producir dentro del propio funcionamiento de la entidad (riesgo operacional). También se fijan límites a la concentración de riesgos: no pueden contraerse frente a una misma contraparte cuando su valor supere el 25% de los recursos propios individualmente, ni tampoco pueden contraerse riesgos que individualmente supongan más del 10% de los recursos y sobrepasen en conjunto el 800%. Por último, puede destacarse que se regulan también las medidas que deben tomar las entidades de crédito en caso de que dejen de cumplir los requerimientos de recursos propios que se derivan del Real Decreto.

Respecto a las empresas de servicios de inversión (ESI), siendo la mayor parte de la regulación análoga a las de las entidades de crédito, debe señalarse que se establece que los recursos propios deben ser iguales o superiores al mayor de cuatro conceptos: la suma de los requerimientos de recursos propios ligados a diferentes riesgos

(de cartera de negociación, de tipo de cambio, de crédito y operacional), la cuarta parte de los gastos de estructura del ejercicio precedente, las dos terceras partes del capital social mínimo requerido para la constitución del tipo de ESI de que se trate o el cinco por mil del volumen de las carteras gestionadas.

Por último, debe mencionarse que el Real Decreto también delimita las potestades que pueden ejercer el Banco de España y la Comisión Nacional del Mercado de Valores en relación con la supervisión de la normativa de recursos propios de las entidades financieras.

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.

Con la aprobación 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, se transpuso a Derecho español la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de diciembre, que a su vez ha sido desarrollada por la Directiva 2006/73/CE de la Comisión, de 10 de agosto, y por el Reglamento 1287/2006/CE, de 10 de agosto. El Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, avanza en este proceso de transposición y desarrolla el régimen jurídico de las entidades que prestan servicios de inversión, derogando el régimen anterior contenido en el RD 867/2001, de 20 de julio, sobre el régimen jurídico de las empresas de inversión y en el RD 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación. El Real Decreto distingue entre las empresas de servicios de inversión, a las que les resulta de aplicación la totalidad de la norma, y las restantes entidades que prestan servicios de inversión, en concreto las entidades de crédito y sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, a las que les son aplicables, principalmente, ciertas normas de organización interna y las normas de conducta.

Respecto a la definición de los servicios de inversión y tipos de empresas de servicios de inversión, podría destacarse que el Real Decreto concreta la distinción entre el asesoramiento financiero, que constituye un servicio de inversión, y la recomendación no personalizada, que constituye un servicio auxiliar, considerando dentro de esta última categoría las recomendaciones que se divulguen exclusivamente a través de canales de distribución o al público. En cuanto a la nueva categoría de las empresas de asesoramiento financiero, establecida en la LMV, el Real Decreto desarrolla los requisitos financieros que les son exigibles: un capital inicial de 50.000 euros o un seguro de responsabilidad civil profesional con una cobertura mínima de 1,5 millones de euros o una combinación equivalente de capital inicial y seguro de responsabilidad civil profesional, concediéndose a estas entidades un plazo de un año desde la entrada en vigor del Real Decreto para inscribirse en el correspondiente registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. También es novedoso que, en el caso de las agencias de valores que no pretendan adquirir la condición de miembros secundarios o adherirse a sistemas de compensación y liquidación de valores, cuando únicamente estén autorizadas para la recepción y transmisión de órdenes sin mantener fondos o instrumentos financieros que pertenezcan a sus clientes, les será exigible un capital de 120.000 euros o un seguro de responsabilidad civil profesional con una cobertura mínima de 1,5 millones de euros.

En cuanto a la actividad transfronteriza de las empresas de servicios de inversión, se desarrolla el régimen jurídico previsto en la LMV, en virtud del cual se permite la prestación transfronteriza de servicios de inversión en toda la Unión Europea sobre la base de la supervisión del Estado de origen de la entidad, si bien, en el caso de las sucursales, el Estado de acogida mantiene competencias supervisoras en algunas materias referentes a normas de conducta: comunicaciones a clientes, registros de contratos, gestión y ejecución de órdenes y comunicación de operaciones.

El Real Decreto también concreta nuevas exigencias organizativas previstas en la LMV en materia de conflictos de interés, delegación de funciones esenciales, mantenimiento de registros de actividades y operaciones, control de las operaciones personales de los empleados, protección de fondos e instrumentos financieros de los clientes o tramitación y ejecución de órdenes de clientes, graduando la proporción entre los requisitos exigidos y el tamaño, naturaleza y características de la actividad realizada por cada entidad en cuestión y teniendo asimismo en cuenta las diferentes necesidades de los clientes profesionales frente a los clientes minoristas, con arreglo a la clasificación ya prevista en la LMV. En particular, debe destacarse que el Real Decreto introduce la normativa comunitaria sobre incentivos, en virtud de la cual las empresas que prestan servicios de inversión, incluidas las entidades de crédito, sólo pueden cobrar incentivos de terceros o pagar incentivos a terceros cuando los incentivos sean conocidos por el cliente y aumenten la calidad del servicio prestado al cliente.

Finalmente, el Real Decreto modifica el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, adaptándolo a las nuevas normas de conducta de la Directiva MiFID e introduciendo, asimismo, algunas modificaciones en materia de activos aptos para la inversión.

Orden EHA/3064/2008, de 28 de octubre, por la que se modifican la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 26 de julio de 1989, por la que se desarrolla el artículo 86 de la Ley del Mercado de Valores, y la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 24 de septiembre de 1993, sobre fondos y sociedades de inversión inmobiliaria, al objeto de habilitar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para desarrollar determinados aspectos en el ámbito contable de entidades supervisadas y en el de cálculo de coeficientes y límites de las instituciones de inversión colectiva.

Esta orden regula dos aspectos diferenciados de la legislación del mercado de valores. Por una parte, modifica la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 26 de julio de 1989, por la que se desarrolla el artículo 86 de la Ley del Mercado de Valores, con objeto de extender la habilitación para que la CNMV pueda desarrollar normas contables para todas las entidades señaladas en el artículo 84.1 de la Ley del Mercado de Valores: sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales, Sociedad de Sistemas, entidades de contrapartida central, Sociedad de Bolsas, empresas de servicios de inversión y sus agentes, sociedad gestora del Fondo de Garantía de Inversiones y miembros de mercados secundarios oficiales, o de la entidad que compense y liquide sus operaciones.

Por otra parte, modifica la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 24 de septiembre de 1993, sobre fondos y sociedades de inversión inmobiliaria, habilitando a la CNMV para que concrete ciertos aspectos contables y de cálculo de coeficientes y límites relacionados con este tipo de instituciones de inversión colectiva.

Circular 7/2008, de 26 de noviembre, de la CNMV, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las empresas de servicios de inversión, sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva y sociedades gestoras de entidades de capital riesgo.

La Circular modifica el régimen contable de las empresas de servicios de inversión (ESI), de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) y de las sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo (SGEGR), para adaptarlo al nuevo marco contable establecido en el Plan General de Contabilidad aprobado por el Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, teniendo en cuenta la singularidad legal y operativa de dichas entidades. Sin embargo, en algunos aspectos ha sido necesario y conveniente mantener criterios y enfoques contenidos en la normativa anterior, como la obligación de consolidación de los grupos horizontales.

Como novedad que introduce la Circular, se extiende la definición de valor razonable a los instrumentos financieros sin mercado o con mercado poco activo, para impulsar la utilización del valor razonable cuando facilita una correcta gestión del riesgo. También se amplían las definiciones de otros conceptos novedosos tales como “tipo de interés efectivo” o “deterioro”. Además, la Circular establece condiciones rígidas para la reclasificación de activos entre las diferentes categorías definidas. Se establecen criterios muy estrictos para dar de baja los activos financieros y la contabilización de las plusvalías como ajustes en patrimonio neto por valoración de los activos financieros disponibles para la venta y se clarifica su definición en materia de solvencia. La Circular incorpora también una norma específica sobre ingresos por prestación de servicios y, en su caso, los gastos financieros y quebrantos de negociación, que incluye los criterios de imputación a la cuenta de pérdidas y ganancias.

Por otro lado, la Circular muestra un modelo de balance que clasifica los activos financieros de acuerdo con su naturaleza en función de los criterios de valoración. Por último, es esencial destacar la importancia de la transparencia que exige a los gestores de las entidades supervisadas que se responsabilicen de la política contable, de explicar la misma, de revelarla al mercado y complementarla con informaciones puntuales. En este sentido, el contenido de la memoria y del informe de gestión incluye una descripción de los riesgos financieros asumidos y de las políticas de gestión y coberturas de los mismos.

Circular 10/2008, de 30 de diciembre, de la CNMV sobre empresas de asesoramiento financiero.

Esta Circular regula algunos aspectos relativos a los requisitos organizativos exigibles a las empresas de asesoramiento financiero (EAFI) y a la documentación que ha de ser aportada a la CNMV para la autorización e inscripción como EAFI; también sistematiza la normativa sobre EAFI contenida en la Ley del Mercado de Valores y en el Real Decreto 217/2008, sobre las empresas de servicios de inversión y las demás entidades que prestan servicios de inversión.

En esta Circular se concreta, en primer lugar, que no será necesaria la constitución e inscripción de una EAFI para la prestación de asesoramiento realizado en el ámbito de otra actividad profesional no regulada por la LMV, siempre que la prestación de dicho asesoramiento no esté específicamente remunerada, ni para la prestación de servicios de asesoramiento de manera accesoria en el marco de una actividad profesional, siempre que esta última esté regulada por disposiciones legales o regla-

mentarias o por un código deontológico profesional que no excluya la prestación de dicho servicio.

Respecto a la solicitud de autorización de las EAFI, se establece que, en caso de que la EAFI opte por una combinación de los dos requisitos financieros que fija el Real Decreto (capital y seguro de responsabilidad civil), será necesaria la presentación de un informe de un experto independiente que acredite el cumplimiento de los requisitos financieros. En cuanto a los conocimientos y experiencia exigibles a los administradores y directores generales de las EAFI y a las propias EAFI que sean persona física, se detalla que la experiencia debe referirse a funciones de asesoramiento en materia de inversiones u otras relacionadas con el mercado de valores y que, a efectos de valorar los conocimientos, se podrá valorar la posesión de títulos y certificaciones acreditativos del conocimiento de estas materias.

Circular 11/2008, de 30 de diciembre, de la CNMV, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las entidades de capital-riesgo.

La Circular contable sobre entidades de capital-riesgo tiene como objetivo adaptar a estas entidades al nuevo Plan General de Contabilidad, introduciendo asimismo normas contables específicas que tengan en cuenta la naturaleza de estas entidades. En esta adaptación, se tienen en cuenta las distintas clasificaciones de activos financieros que aplicarían a estas entidades, y se introducen criterios de determinación del valor razonable, en especial respecto a valores no cotizados en mercados secundarios organizados, que van a constituir las inversiones típicas del capital-riesgo. Adicionalmente, se introducen normas sobre la estructura y contenidos de las cuentas anuales y estados reservados de las entidades de capital-riesgo.

Circular 12/2008, de 30 de diciembre, de la CNMV, sobre solvencia de las empresas de servicios de inversión y sus grupos consolidables.

La Circular persigue adaptar el marco regulatorio de solvencia de las entidades financieras en la Unión Europea a las empresas de servicios de inversión españolas y sus grupos consolidables. El Nuevo Acuerdo de Capital del Comité de Supervisión Bancaria del Banco de Pagos Internacional se recoge en las directivas comunitarias, 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, sobre adecuación del capital de las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito (refundición) y 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio.

Con el doble objetivo de, por una parte, evitar arbitraje regulatorio y, por otra, facilitar la integración de los diferentes tipos de entidades en los grupos consolidables objeto de supervisión, se ha establecido un paralelismo entre las normas que regulan la solvencia de las entidades de crédito y las contenidas en el presente texto. No obstante, se han recogido las especificidades propias de las empresas de servicios de inversión.

Merece especial mención el uso de modelos de remisión de información de esta Circular comunes con los de las entidades de crédito, que facilitará la recogida y divulgación de información, no sólo por los supervisores nacionales sino también por todos los supervisores de solvencia europeos, haciendo posible por primera vez la comparación de datos de las entidades financieras a escala europea.

Orden EHA/35/2008, de 14 de enero, por la que se desarrollan las normas relativas a la contabilidad de las instituciones de inversión colectiva, la determinación del patrimonio, el cómputo de los coeficientes de diversificación del riesgo y determinados aspectos de las instituciones de inversión colectiva cuya política de inversión consiste en reproducir, replicar o tomar como referencia un índice bursátil o de renta fija, y por la que se habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para su desarrollo.

Esta orden habilita a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para que dicte normas sobre la contabilidad de las instituciones de inversión colectiva, limitándose la Orden a regular, a efectos de la determinación del patrimonio de una IIC y del cálculo del coeficiente de diversificación, el concepto de valor efectivo, que se define como el valor estimado de realización de los activos e instrumentos financieros que componen la cartera de las instituciones de inversión colectiva.

En segundo lugar, se establece que, en el caso de las instituciones de inversión colectiva por compartimentos, los coeficientes de diversificación se medirán para cada compartimento. Igualmente, se equiparan las normas sobre diversificación del riesgo de las IIC referenciadas a un índice [art.38.2.e) del Reglamento de IIC] a las normas de las IIC que replican un índice [art.38.2.d) del Reglamento de IIC].

Por último, y en relación con los requisitos de los sistemas de control interno y de gestión y control de riesgos de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, se habilita a la CNMV para que regule los siguientes aspectos:

- La modulación de los requisitos exigibles en función del tamaño, escala y naturaleza de las instituciones de inversión colectiva.
- Funciones y responsabilidades del Consejo de Administración de la sociedad gestora en el diseño e implantación de los sistemas de control interno y de gestión y control de riesgos.
- Existencia de una unidad de control responsable de supervisar el correcto funcionamiento de los procedimientos y sistemas de control interno y de gestión y control de riesgos.

Real Decreto 215/2008, de 15 de febrero, por el que se modifica el artículo 59 del 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.

Esta norma flexibiliza el régimen relativo a la financiación ajena recibida por las instituciones de inversión colectiva (IIC) inmobiliaria. En este sentido, se modifica el Reglamento de IIC (RD 1309/2005, de 4 de noviembre) estableciéndose que las IIC inmobiliaria no habrán de computar en sus límites de endeudamiento el derivado de cualquier régimen de protección pública a la vivienda. En segundo lugar, se aclara el régimen aplicable al endeudamiento para resolver dificultades de tesorería, estableciéndose explícitamente un límite al mismo del 10% del activo y un plazo para el endeudamiento de dieciocho meses.

Orden EHA/596/2008, de 5 de marzo, por la que se regulan determinados aspectos del régimen jurídico del depositario de instituciones de inversión colectiva, y se concreta el contenido de los estados de posición.

Esta Orden actualiza el régimen jurídico de los depositarios de instituciones de inversión colectiva (IIC), adaptándolo a la ampliación de la capacidad operativa de las IIC y sus gestoras, resultante de la promulgación de la Ley de IIC de 2003 y del subsiguiente Reglamento de 2005. La Orden regula, por tanto, las funciones de vigilancia y supervisión en relación con aspectos nuevos: la comercialización de IIC por parte de las gestoras; el peso creciente en las carteras de las IIC de inversiones en otras IIC o los OTC y la consiguiente importancia de los procedimientos de valoración de activos; las nuevas figuras de inversión colectiva como las IIC de inversión libre y las IIC de IIC de inversión libre, etc. También reconoce explícitamente la posibilidad de que el depositario delegue funciones de vigilancia y supervisión y la obligación de que el depositario verifique que los activos objeto de inversión se adecuan a la vocación inversora definida en el folleto, así como la obligación del depositario de abrir las cuentas con las que las IIC vayan a operar. Igualmente, la Orden trata de sistematizar los aspectos procedimentales de la actuación de los depositarios, para lo cual impone la implantación por parte de estos de un manual de procedimientos internos.

Por otra parte, la Orden regula el contenido de los estados de posición que la sociedad gestora o el depositario deben remitir a cada partícipe, habilitando a la CNMV para que, por medio de Circular, establezca los correspondientes modelos e introduzca contenidos adicionales para estos estados.

Circular 2/2008, de 26 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifica parcialmente la Circular 4/1994, de 14 de diciembre, sobre normas contables, obligaciones de información, determinación del valor liquidativo y coeficientes de inversión y operativos y actuaciones en las tasaciones de inmuebles de las sociedades y fondos de inversión inmobiliaria.

Esta Circular dispone el envío por el sistema electrónico cifradoc/CNMV de los certificados de tasación de bienes inmuebles remitidos a la CNMV en relación con las sociedades y fondos de inversión inmobiliaria. Asimismo, la Circular especifica determinada información concerniente a las valoraciones de inmuebles que debe ser incorporada en los informes de tasación y enviada a la CNMV, dada su necesidad para determinar el patrimonio de las IIC inmobiliarias o para enlazarla con la remitida por las IIC; también, a través de otros modelos, se solicita información adicional, como la de los parámetros técnicos sobre el tipo de actualización de los flujos de los inmuebles, la declaración expresa y razonada de la sociedad tasadora cuando se levanten los condicionantes a los que está sujeta una valoración —y que impiden que ésta surta efectos legales—, la declaración de la gestora cuando existan condicionantes, o la de las fechas en que se tasarán periódicamente los nuevos inmuebles (calendario de tasaciones).

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 Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, aprobado por Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

Esta Orden concreta el proceso flexibilizador del marco de actuación de las instituciones de inversión colectiva en instrumentos financieros derivados, en desarrollo de las previsiones de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, y su reglamento de desarrollo. En primer lugar, se concreta la ampliación de subyacentes aptos que ya recogía el Reglamento, aclarándose determinados

conceptos e introduciendo requisitos concretos para subyacentes tales como el riesgo de crédito y los índices financieros. Por otra parte, la Orden realiza una categorización de los instrumentos derivados en dos grupos, con arreglo a su mayor o menor complejidad, categorización que tiene implicaciones en cuanto a los fines para los que podrán ser utilizados estos instrumentos por parte de la IIC: inversión, cobertura o persecución de un objetivo concreto de rentabilidad.

Por otra parte, la Orden transpone la Directiva 2007/16/CE, de 19 de marzo, ampliando los tipos de activos financieros que se consideran aptos para la inversión de contado de las IIC, siempre que se cumplan determinadas condiciones, principalmente de información disponible respecto a los mismos, de valoración y de cotización representativa en mercado.

Circular 3/2008, de 11 de septiembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las instituciones de inversión colectiva.

Esta circular modifica el régimen contable de las instituciones de inversión colectiva (IIC), tanto financiera como inmobiliaria, con el doble objetivo de adaptar tal régimen al nuevo Plan General Contable y considerar, al mismo tiempo, las especificidades de las IIC frente a otro tipo de entidades. La Circular parte de la base de que la contabilidad de las IIC debe tener en cuenta la necesidad de determinar el patrimonio de éstas, que es el que permite el cálculo del valor liquidativo. Esta necesidad de valorar el patrimonio de las IIC a efectos de determinar el precio de las partes alícuotas de los inversores requiere tener en cuenta las plusvalías latentes no realizadas de los activos de la cartera de las IIC. Se definen los modelos de las cuentas anuales de las IIC: balance, cuenta de pérdidas y ganancias, estado de cambios en el patrimonio neto y memoria, que mantienen la estructura y contenidos del Plan General de Contabilidad con determinadas adaptaciones a la naturaleza de las IIC, y que son complementadas por los estados contables reservados, cuyos modelos también se definen en esta circular.

A grandes rasgos, debe destacarse que los activos y pasivos financieros que integran la cartera de una IIC se valoran por su valor razonable, y las variaciones de este valor, aunque no sean realizadas, se imputarán a resultados. Sin embargo, el resto de activos y pasivos financieros de la IIC, como la tesorería, los saldos pendientes por comisiones o los descubiertos en cuenta corriente para atender reembolsos, se valoran a coste amortizado, es decir, actualizando los flujos de efectivo a la tasa inicial de la operación. Los bienes inmuebles que forman parte del patrimonio de las IIC inmobiliaria se valoran por su valor de tasación. Las acciones y participaciones de las IIC, si bien no son plenamente equivalentes a las participaciones en fondos propios de las sociedades mercantiles de régimen general y son reembolsables a petición del accionista o partícipe, se han considerado como instrumentos de patrimonio, y no como pasivos financieros. Sobre esta base, la Circular incluye criterios y mecanismos específicos de contabilización de operaciones concretas y detalla más los criterios de valoración anteriormente mencionados. Como norma de Derecho transitorio, se establece que los ajustes que surjan con ocasión de la aplicación de las nuevas normas contables se imputarán a reservas.

En cuanto a las IIC con compartimentos, si bien existen unas únicas cuentas para cada IIC aunque abarque varios compartimentos, se permite una contabilidad separada que distinga entre los activos y pasivos y los ingresos y gastos de un compartimento respecto a otros.

La Circular también establece que las normas sobre combinaciones de negocios y consolidación no se aplican a las inversiones que realizan las IIC, dado que éstas no pueden ejercer una influencia notable respecto a los activos en que invierten, de modo que las normas contables sobre combinaciones de negocio solamente se aplican en caso de fusiones de IIC.

Circular 4/2008, de 11 de septiembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el contenido de los informes trimestrales, semestrales y anual de instituciones de inversión colectiva y del estado de posición.

Esta circular establece los documentos informativos que deberán publicar las sociedades gestoras para cada uno de los fondos que administren, así como las sociedades de inversión. En particular, se establece el contenido de los informes anual, semestral y trimestral y de los estados de posición, quedando derogadas las circulares 1/1991, de 23 de enero, de la CNMV, sobre el contenido de los informes trimestrales de las IIC a sus socios y partícipes y 1/1999, de 14 de enero, de la CNMV, sobre folletos e informes trimestrales de fondos de inversión.

En cuanto a los informes trimestrales, la Circular distingue entre el informe trimestral simplificado y el completo; el simplificado va destinado a los partícipes y el completo debe ser enviado a la CNMV y hecho público en los lugares que previamente se indiquen, y se diferencian en que el primero no detalla la cartera de la IIC, sino que informa a nivel de totales y subtotales. En cuanto al informe anual, la Circular detalla que éste se divide en dos partes: una primera parte que se corresponde con el informe público periódico del segundo trimestre del ejercicio, y una segunda parte que se compone de las cuentas anuales, el informe de gestión y el informe de auditoría. Asimismo, se regula la forma de acreditar el cumplimiento de la obligación de entrega de los informes, la renuncia del partícipe o accionista a la entrega y la solicitud por parte del partícipe o accionista de algunos de estos informes que por defecto no se entregan. La Circular también establece el contenido del estado de posición que debe remitirse a los partícipes y accionistas.

Circular 5/2008, de 5 de noviembre, de la CNMV, sobre requerimientos de información estadística sobre activos y pasivos de las instituciones de inversión colectiva de la Unión Europea.

La Circular 2/1998, de 27 de julio, de la CNMV, y sus posteriores modificaciones establecieron los requerimientos de información estadística que las IIC monetarias debían remitir a la CNMV, con el fin de que dicha información pudiera ser utilizada por el BCE para el seguimiento de la política monetaria dentro de la Unión Económica y Monetaria. El Reglamento (CE) N^o 958/2007 del BCE extiende la exigencia de remisión periódica de información estadística a las IIC que no estaban obligadas por la Circular 1/2007 de la CNMV.

Esta Circular es de aplicación a todos los compartimentos o IIC, en el caso de que éstas carezcan de compartimentos, inscritos en el Registro de la CNMV, cuya política de inversión o vocación no sea monetaria, y cuya política de inversión o vocación no sea la de invertir en compartimentos o IIC monetarios ni en los incluidos en la lista de instituciones financieras monetarias (IFM) publicada por el BCE. La información se refiere a saldos de valores en su cartera y operaciones, valor a valor (con desglose de su cartera por valores individualizados) y con periodicidad mensual, en general, aunque se admite la posibilidad de remisión trimestral para aquellas entidades que supongan un porcentaje pequeño del sector.

Orden EHA/3465/2008, de 26 de noviembre, por la que se modifica la Orden EHA/2688/2006, de 28 de julio, sobre convenios de colaboración relativos a Fondos de Inversión en Deuda del Estado.

Esta Orden ministerial modifica algunos aspectos de la Orden EHA/2688/2006, de 28 de julio, sobre los convenios de colaboración relativos a Fondos de Inversión en Deuda del Estado, con objeto de que los fondos de inversión en Deuda del Estado (Fondtesoro) puedan considerar como Deuda del Estado, a los efectos del cumplimiento de los coeficientes de inversión establecidos, los bonos emitidos por los “FTPymes” avalados por el Estado.

Circular 6/2008, de 26 de noviembre, de la CNMV sobre la determinación del valor liquidativo y aspectos operativos de las instituciones de inversión colectiva.

La Circular sobre el valor liquidativo de las IIC establece las reglas aplicables en el cálculo de esta magnitud, que representa el precio de las participaciones o acciones en que se encuentra dividido el patrimonio de una IIC. A estos efectos, la Circular determina el patrimonio de la IIC a partir de las magnitudes contables, para a continuación calcular el valor liquidativo de las mismas, con especial atención a los casos en los que existan en el seno de la IIC compartimentos y clases de participaciones o series de acciones. Asimismo, la Circular regula una serie de aspectos operativos de las IIC, como son las normas relativas a la imputación de la comisión de gestión sobre resultados, los coeficientes legales y los parámetros de actuación de las IIC que replican o reproducen índices y las IIC que toman un índice como referencia.

A.7 Medidas frente a la crisis económica

Orden PRE/2424/2008, de 14 de agosto, por la que se da publicidad al Acuerdo del Consejo de Ministros de 14 de agosto de 2008, sobre medidas de reforma estructural y de impulso de la financiación de las pequeñas y medianas empresas.

Este acuerdo del Consejo de Ministros adopta, dentro de un escenario de crisis económica, un programa de actuaciones en sectores estratégicos que establece obligaciones para los diferentes departamentos ministeriales. De entre todas las medidas destaca, por su incidencia en el mercado de valores, el acuerdo relativo a que el Ministerio de Economía y Hacienda otorgará avales con la garantía del Estado, por una cuantía máxima de 3.000 millones de euros en 2009 y 2010, que tengan como objetivo garantizar valores de renta fija emitidos por fondos de titulización, cuyos activos sean préstamos o créditos concedidos a pequeñas o medianas empresas. También se establece que el Instituto de Crédito Oficial pondrá en marcha una línea de mediación para la financiación de proyectos de inversión de medianas empresas por una cuantía máxima de 2.000 millones de euros en 2009 y 2010.

Real Decreto-Ley 6/2008, de 10 de octubre, por el que se crea el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros.

Con objeto de impulsar la financiación de empresas y ciudadanos por parte de las entidades financieras, se crea por medio de este Real Decreto-Ley el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros (FAAF), adscrito al Ministerio de Economía y Hacienda, que lo gestiona y dirige a través de un Consejo Rector y una Comisión Ejecutiva, y sujeto al control parlamentario y al control de la Intervención General

de la Administración del Estado. El FAAF, dotado con cargo a los Presupuestos Generales del Estado por importe de 30.000 millones de euros ampliables a 50.000 millones de euros, invertirá en instrumentos financieros emitidos por entidades de crédito y fondos de titulización, respaldados por créditos concedidos a particulares, empresas y entidades no financieras. Los instrumentos financieros en que invertirá el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros serán de máxima calidad y se determinarán atendiendo a los principios de objetividad, transparencia, eficiencia, rentabilidad y diversificación.

Real Decreto 1642/2008, de 10 de octubre, por el que se fijan los importes garantizados a que se refiere el Real Decreto 2606/1996, de 20 de diciembre, del Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito y el Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores.

El Consejo Económico y Financiero de la Unión Europea de 7 de octubre de 2008 acordó la elevación del umbral mínimo de cobertura de los sistemas de garantía de depósitos hasta 50.000 euros por titular y entidad. En esta línea, este Real Decreto eleva hasta los 100.000 euros por titular y entidad la protección del Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito establecido en el RD 2606/1996, de 20 de diciembre, y del Fondo de Garantía de Inversiones establecido en el RD 948/2001, de 3 de agosto, para las sociedades y agencias de valores.

Real Decreto-Ley 7/2008, de 13 de octubre, de Medidas Urgentes en Materia Económico-Financiera en relación con el Plan de Acción Concertada de los Países de la Zona Euro.

En coordinación con los demás Estados de la Zona Euro, este Real Decreto-Ley autoriza dos tipos de medidas: la concesión de avales del Estado a operaciones de financiación nuevas que realicen las entidades de crédito y la adquisición estatal de títulos aptos para el reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito.

En cuanto al otorgamiento de avales, y sin perjuicio de que posteriormente se ha dictado una Orden Ministerial en desarrollo de este Real Decreto-Ley, se fija un importe máximo de 100.000 millones de euros para la concesión de avales del Estado a emisiones de pagarés, bonos y obligaciones admitidas a negociación en mercados secundarios oficiales españoles que realicen las entidades de crédito residentes en España, así como las filiales de entidades extranjeras si desarrollan una actividad significativa en España. Se prevé que el aval pueda extenderse a otros instrumentos bancarios, tales como los depósitos interbancarios.

En cuanto a la adquisición estatal de títulos para el reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito, esta medida, que se califica de excepcional, se adoptará a solicitud de la entidad, previo informe del Banco de España, y sin que sean aplicables las limitaciones que la Ley establece para la computabilidad de los recursos propios.

Orden EHA/3118/2008, de 31 de octubre, por la que se desarrolla el Real Decreto-Ley 6/2008, de 10 de octubre, por el que se crea el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros.

Esta norma desarrolla algunos aspectos relativos a la organización y funcionamiento del Fondo de Adquisición de Activos Financieros (FAAF). Se determina que la subasta será el procedimiento utilizado para seleccionar los activos que vayan a ser

adquiridos por el FAAF. También se determina las ofertas que pueden realizar las entidades de crédito y fondos de titulización, que podrán ser competitivas —en la que las entidades indican el tipo de interés al que están dispuestas a ofrecer los activos— o no competitivas —que se adjudican al tipo de interés mínimo aceptado en la subasta—. Por otra parte, se establece la obligatoriedad de dar publicidad a los Acuerdos del Consejo Rector del FAAF, así como el deber de publicar en el BOE, entre otros, los acuerdos sobre las directrices de inversión del Fondo. Finalmente, la norma crea, para asesorar al FAAF, un comité técnico con la participación de especialistas de diferentes instituciones.

Resolución de 31 de octubre, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, por la que se dispone la publicación de los acuerdos adoptados por el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros, el 27 de octubre de 2008, sobre composición de la Comisión Ejecutiva y las directrices de inversión del Fondo.

Esta Resolución, que se dicta en desarrollo del Real Decreto-Ley 6/2008, de 10 de octubre, por el que se crea el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros (FAAF), determina la composición de la Comisión Ejecutiva de éste, integrada básicamente por diferentes órganos del Ministerio de Economía y Hacienda, y acuerda las directrices de inversión del FAAF.

En cuanto a las directrices o criterios de inversión del FAAF, se prevé que el Fondo podrá realizar compraventas en firme de cédulas hipotecarias y bonos de titulización de activos respaldados por cédulas hipotecarias que se emitan con posterioridad a la creación del FAAF, siempre que estén admitidos a negociación en un mercado regulado y cuenten con calificación crediticia AAA. Igualmente, se prevé la posibilidad de que el FAAF realice operaciones de compraventa dobles, también denominadas simultáneas, en cédulas hipotecarias, bonos de titulización de activos y bonos de titulización hipotecaria respaldados por créditos concedidos a particulares, empresas y entidades no financieras, siempre que estén admitidos a negociación en un mercado regulado, que los activos se hayan emitido a partir del 1 de agosto de 2007, que cumplan las condiciones para estar en la lista de activos elegibles del Banco Central Europeo, que tengan una calificación crediticia de al menos A, y que tengan un plazo de vencimiento superior a 12 meses.

Orden EHA/3364/2008, de 21 de noviembre, por la que se desarrolla el artículo 1 del Real Decreto-Ley 7/2008, de 13 de octubre, de Medidas Urgentes en Materia Económico-Financiera en relación con el Plan de Acción Concertada de los Países de la Zona Euro.

Esta orden, en desarrollo del Real Decreto-Ley 7/2008, de 13 de octubre, regula algunas cuestiones relativas al otorgamiento de avales del Estado a operaciones de financiación nuevas que realicen las entidades de crédito residentes en España.

En primer lugar, puede destacarse que se precisan las características de estos avales respecto a la regulación contenida en el Real Decreto-Ley: se otorgan con renuncia al beneficio de exclusión, se entienden otorgados con carácter irrevocable e incondicional, y no cubren, en emisiones en divisa extranjera, el riesgo de tipo de cambio, que, en todo caso, será por cuenta del emisor.

En segundo lugar, se precisan también las características de las operaciones que podrán ser garantizadas mediante este tipo de avales: serán emisiones de pagarés, bonos u obligaciones no subordinadas ni garantizadas; con un plazo de vencimien-

to comprendido entre tres meses y tres años; con amortización en un solo pago y sin incorporación de opciones, ni otros instrumentos derivados ni cualquier elemento que dificulte la valoración del riesgo; y con un importe mínimo en cada emisión no inferior a 10 millones de euros.

En tercer lugar, se regula el procedimiento de solicitud de los avales, pudiéndose destacar que los avales se otorgan a cada entidad de crédito en proporción a la participación de ésta en el crédito a otros sectores residentes; por último, se establece que la Dirección General del Tesoro y Política Financiera deberá comunicar al Banco de España, en su caso, la ejecución de los avales concedidos, y se fijan los importes de las comisiones que los avales otorgados por el Estado devenguen a favor del mismo.

Real Decreto-Ley 10/2008, de 12 de diciembre, por el que se adoptan medidas financieras para la mejora de la liquidez de las pequeñas y medianas empresas, y otras medidas económicas complementarias.

Ante las circunstancias de restricción de crédito y crisis financiera, se adoptan varias medidas por medio de este Real Decreto-Ley. Deben destacarse las importantes modificaciones de la legislación mercantil que se introducen en la disposición adicional única y en la disposición final primera de esta norma. En primer lugar, se establece, con una vigencia temporal de dos ejercicios sociales desde la entrada en vigor de la norma, que las pérdidas por deterioro del inmovilizado material, de las inversiones inmobiliarias y de las existencias no se computarán para la determinación de los supuestos de reducción de capital obligatoria de la Ley de Sociedades Anónimas ni para la determinación de los supuestos de disolución de la sociedad fijados en la Ley de Sociedades Anónimas y en la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada. En segundo lugar, se modifica el artículo 36 del Código de Comercio para no tener en cuenta, en el cálculo del patrimonio neto, las variaciones del valor de los instrumentos utilizados en las operaciones de cobertura de flujos de efectivo, de modo que no afecten a la distribución de beneficios ni a los supuestos de reducción de capital obligatoria o disolución de la sociedad.

Por otro lado, se dota mediante este Real Decreto-Ley una línea de mediación del Instituto de Crédito Oficial por importe de 5.000 millones de euros para atender las necesidades de financiación de capital circulante de las pequeñas y medianas empresas que, siendo solventes y viables, estén sometidas a una situación transitoria de restricción de crédito.

Orden EHA/3748/2008, de 23 de diciembre, por la que se modifica la Orden EHA/3364/2008, de 21 de noviembre, por la que se desarrolla el artículo 1 del Real Decreto-Ley 7/2008, de 13 de octubre, de Medidas Urgentes en materia Económico-Financiera en relación con el Plan de Acción Concertada de los Países de la Zona Euro.

Esta Orden Ministerial modifica algunos aspectos de la Orden EHA/3364/2008, de 21 de noviembre, relativa al otorgamiento de avales del Estado a nuevas emisiones de pagarés, bonos y obligaciones que realicen las entidades de crédito. En primer lugar, la Orden establece que el aval del Estado podrá cubrir el riesgo de tipo de cambio en el caso de emisiones realizadas en divisas. En segundo lugar, se corrige la anterior Orden en el sentido de que la obtención del aval del Estado no está condicionada a que las entidades de crédito hayan realizado anteriormente emisiones en España, siendo suficiente con que la entidad de crédito tenga su domicilio social en España. En tercer lugar, se amplía hasta el 15 de diciembre de 2009 el plazo concedido a las entidades de crédito para realizar las emisiones avaladas por el Estado.

Por último, esta Orden Ministerial también modifica, por medio de una disposición adicional, algunos aspectos de la Orden EHA/3118/2008, de 31 de octubre, por la que se desarrolla el Real Decreto-Ley 6/2008, de 10 de octubre, por el que se crea el Fondo para la Adquisición de Activos Financieros (FAAF). En particular, se permite que los servicios de registro, compensación y liquidación de ámbito autonómico puedan intervenir en la liquidación de las operaciones de adquisición por parte del FAAF de valores admitidos a negociación en una única bolsa de valores.

A.8 Otras normas

Orden EHA/114/2008, de 29 de enero, reguladora del cumplimiento de determinadas obligaciones de los notarios en el ámbito de la prevención del blanqueo de capitales.

La participación de los notarios en operaciones económicas y financieras entraña el riesgo de que su actividad pueda utilizarse dentro de los procesos de blanqueo de capitales, por lo que están sujetos a un deber de colaboración en estos aspectos con la Administración General del Estado, tal y como establece la Ley 19/1993, de 28 de diciembre, sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales, y su Reglamento, aprobado por el Real Decreto 925/1995, de 9 de junio. Esta orden, en concreto, precisa la forma de cumplimiento por los notarios de la obligación de identificar a sus clientes, conservar documentos y aplicar procedimientos de control y evaluación dirigidos a la prevención del blanqueo; asimismo, la Orden dispone que los notarios comuniquen a las autoridades competentes la coincidencia, en su caso, de la identidad de los otorgantes con la de las personas y entidades incluidas en las listas que a tal efecto elaboran algunos organismos internacionales y la Unión Europea.

Orden EHA/564/2008, de 28 de febrero, 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.

Esta Orden tiene relación con la valoración de bienes inmuebles para ciertas finalidades financieras. Concretamente, en el ámbito del mercado de valores, esta Orden afecta a las valoraciones de inmuebles que se realizan en relación con la garantía hipotecaria de créditos o préstamos que vayan a formar parte de la cartera de cobertura de títulos hipotecarios y, también, a los efectos de la determinación del patrimonio de las instituciones de inversión colectiva inmobiliaria.

En particular, la Orden 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, y regula los casos en que la valoración de un bien inmueble debe tener en cuenta la posibilidad de expropiación forzosa de un inmueble, determinando, en virtud del principio de prudencia, que en estos casos será necesario aplicar los criterios establecidos en la Ley 8/2007, de 28 de mayo, de Suelo, si implican valoraciones inferiores a las que resultan de la aplicación de los criterios de la propia Orden.

Real Decreto 322/2008, de 29 de febrero, sobre el régimen jurídico de las entidades de dinero electrónico.

La Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, regula en su artículo 21 la actividad de las entidades de dinero electrónico, las

condiciones de ejercicio de esta actividad y el régimen de autorización, supervisión y sanción a estas entidades. El presente proyecto de Real Decreto desarrolla esta regulación.

Se considera dinero electrónico el valor monetario representado por un crédito almacenado en un soporte electrónico, emitido al recibir fondos de un importe cuyo valor no sea inferior al valor monetario emitido y aceptado como medio de pago por empresas distintas al emisor. La emisión de dinero electrónico queda reservada a las entidades de crédito, entre cuya tipología debe destacarse a las entidades de dinero electrónico, que restringirán básicamente su actividad a la emisión de dinero electrónico, pudiendo desarrollar otros servicios estrechamente relacionados con esta actividad, como la emisión y gestión de otros medios de pago. A las restantes entidades de crédito únicamente les resulta de aplicación este proyecto de Real Decreto en lo relativo a la prohibición de emitir dinero electrónico por importe superior a los fondos recibidos en contraprestación. También se prevé que puedan quedar eximidas de este Real Decreto aquellas entidades que emitan dinero electrónico que vaya a ser aceptado únicamente por sociedades dominadas por la propia entidad emisora del dinero electrónico.

La autorización y registro de la creación de entidades de dinero electrónico compete al Ministro de Economía y Hacienda, previo informe del Banco de España y del Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales, estableciéndose un régimen de silencio administrativo negativo. Se imponen requisitos habituales en el sector financiero: forma de sociedad anónima; capital social mínimo especial —un millón de euros—; exigencias adicionales de recursos propios; consejo de administración; idoneidad de los accionistas, directores generales y miembros del consejo de administración; buena organización administrativa y contable y mecanismos de prevención del blanqueo de capitales. Si la entidad de dinero electrónico está controlada por una entidad financiera de la UE, será necesario que el Banco de España consulte a la autoridad supervisora correspondiente; si la entidad de dinero electrónico está controlada por una entidad domiciliada o autorizada en un Estado no perteneciente a la UE, el Banco de España podrá exigir la prestación de una garantía. La modificación de los estatutos sociales y la fusión de entidades de dinero electrónico con otras entidades de crédito también quedan igualmente sujetas a autorización administrativa.

En cuanto a exigencias de fondos propios y límites operativos, las entidades de dinero electrónico deben contar con recursos propios que superen el 2% del dinero electrónico emitido. Los fondos captados como consecuencia de la emisión de dinero electrónico pueden únicamente invertirse en depósitos a la vista y en ciertos activos representativos de créditos con bajo riesgo, y la inversión en derivados queda limitada a la cobertura de riesgos asumidos en el resto de la cartera. El Banco de España puede autorizar otro tipo de inversiones por importe del 5% de los fondos captados. Se imponen, igualmente, limitaciones a la concentración de riesgos frente a una misma persona o grupo económico.

El proyecto de Real Decreto regula también la revocación de la autorización a las entidades de dinero electrónico, que queda atribuida al Banco de España. Con carácter general, el incumplimiento de alguna de las condiciones que motivaron la concesión de la autorización lleva aparejada la revocación de la autorización; sin embargo, se introducen ciertos criterios restrictivos: no procede la revocación de la autorización por falta de honorabilidad de los consejeros o directores generales y asimilados si éstos cesan en sus cargos en un plazo determinado, ni tampoco pro-

cede la revocación de la autorización cuando, pese a producirse un incumplimiento de las exigencias de recursos propios, se den ciertas condiciones.

Finalmente, el régimen sancionador aplicable a las entidades de dinero electrónico es el de la Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, tal y como ya preveía la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, resultando igualmente aplicable a los administradores de estas entidades, a sus directores generales y asimilados y a los poseedores de una participación que represente un porcentaje no inferior al 5% de los derechos de voto o del capital de la entidad.

Orden EHA/3291/2008, de 7 de noviembre, por la que se establece el procedimiento de comunicación por las entidades financieras depositarias de bienes muebles y saldos abandonados.

El artículo 18 de la Ley 33/2003, de 3 de noviembre, del Patrimonio de las Administraciones Públicas, atribuye a la Administración General del Estado la titularidad de valores, dinero y demás bienes muebles depositados en entidades financieras y respecto de los cuales no se haya practicado gestión alguna por los interesados que implique el ejercicio de su derecho de propiedad en el plazo de veinte años. Esta orden, que no resulta aplicable a la Caja General de Depósitos, regula las obligaciones que, a este respecto, incumben a las entidades financieras españolas y a las sucursales en España de entidades financieras de otro Estado miembro de la Unión Europea. En este sentido, podrían destacarse las siguientes obligaciones: se fija el contenido de las comunicaciones sobre saldos abandonados que deben realizarse ante el Ministerio de Economía y Hacienda en el primer trimestre de cada año; se establece la obligación de que las entidades financieras contacten con el cliente en su última dirección conocida tres meses antes de que transcurra el plazo de prescripción de veinte años ya señalado y, por último, se establece el derecho de los particulares a obtener de las entidades financieras una certificación que acredite la entrega de los bienes a la Administración General del Estado.

B Legislación europea

Directivas 2008/10, 2008/11, 2008/18, 2008/22, 2008/23, 2008/24, 2008/25 y 2008/26 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de marzo de 2008, por las que se modifican varias directivas, por lo que se refiere a las competencias ejecutivas atribuidas a la Comisión.

Estas normas se refieren a la forma en que las instituciones de la Unión Europea ejercen las competencias de ejecución referentes a las siguientes directivas:

- La Directiva 2004/39/CE, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID).
- La Directiva 2003/71/CE, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores.
- 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 (Directiva de IIC).

- 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 (Directiva de transparencia).
- La Directiva 2006/49/CE, sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito (Directiva de adecuación de capital).
- La Directiva 2006/48/CE, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio.
- La Directiva 2002/87/CE, relativa a la supervisión adicional de las entidades de crédito, empresas de seguros y empresas de inversión de un conglomerado financiero (Directiva de conglomerados financieros).
- La Directiva 2003/6/CE, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (Directiva de abuso del mercado).

Como consecuencia de la Decisión 2006/512/CE se ha introducido el “procedimiento de reglamentación con control”, que regula la adopción de medidas de alcance general destinadas a modificar elementos no esenciales de ciertas normas comunitarias. En concreto, el procedimiento de reglamentación con control permite que tanto el Parlamento Europeo como el Consejo puedan controlar las medidas de ejecución de las Directivas anteriormente mencionadas.

Composición del Consejo de la CNMV

Presidente	D. Julio Segura Sánchez
Vicepresidente	D. Fernando Restoy Lozano ¹
Consejeros	Dña. Soledad Núñez Ramos
	D. Francisco Javier Aríztegui Yáñez ²
	Dña. Rosa Rodríguez Moreno
	Dña. Soledad Abad Rico
Secretario	D. Javier Rodríguez Pellitero

Composición del Comité Ejecutivo de la CNMV³

Presidente	D. Julio Segura Sánchez
Vicepresidente	D. Fernando Restoy Lozano
Consejeras	Dña. Rosa Rodríguez Moreno
	Dña. Soledad Abad Rico
Secretario	D. Javier Rodríguez Pellitero

1. Nombrado por Real Decreto 1628/2008, de 3 de octubre. Sustituye en el cargo a D. Carlos Arenillas Lorente.
2. Nombrado por Real Decreto 438/2009, de 27 de marzo. Sustituye en el cargo a D. José Viñals Íñiguez.
3. 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 CNMV⁴

Presidente	D. Fernando Restoy Lozano
Secretario	D. Javier Rodríguez Pellitero
Secretario Técnico	D. Víctor Rodríguez Quejido

Vocales

Representantes de los miembros de los mercados secundarios oficiales

Titular	D. Ignacio Santillán Fraile
Suplente	D. José Ignacio García-Junceda Fernández

Titular	D. Jaime Aguilar Fernández-Hontoria
Suplente	D. José María Antúnez Xaus

Titular	D. Manuel Ardanza Fresno
Suplente	D. Antonio Gallego González

Titular	D. Francisco Oña Navarro
Suplente	D. Ignacio Solloa Mendoza

Titular	D. José María Méndez Álvarez-Cedrón
Suplente	D. Julio Alcántara Lera

Titular	Dña. Ana Ibáñez Díaz-Bustamante
Suplente	Dña. Aránzazu Ullibarri Royuela

Representantes de los emisores

Titular	D. Francisco Uría Fernández
Suplente	D. Ángel Antonio del Valle Suárez

Titular	D. Juan A. Margenat Padrós
Suplente	Dña. Ana Delgado Alcaide

Titular	D. Luis Miralles García
Suplente	D. Manuel González Escudero

Titular	D. José Manuel González Porro
Suplente	D. Manuel Ángel Romero Rey

Composición del Comité Consultivo de la CNMV (continuación)

Anexos
Anexos organizativos

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 Aránzazu 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 i Ortí
Suplente	D. Josep María Sánchez i Pascual

Comunidad Valenciana

Titular	D. Enrique Pérez Boada
Suplente	D. Nicolás Jannone Bellot

Organigrama de la CNMV

