



Informe Anual 2005

Sobre los mercados de valores y su actuación



**Informe anual de la CNMV sobre
los mercados de valores y su actuación.
2005**

Acrónimos

AAPP	Administraciones públicas
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
ANCV	Agencia nacional de codificación de valores
ASCRI	Asociación española de entidades de capital-riesgo
AV	Agencia de valores
AVB	Agencia de valores y bolsa
BCE	Banco central europeo
BME	Bolsas y Mercados Españoles
BTA	Bonos de titulización de activos
BTH	Bonos de titulización hipotecaria
CADE	Central de Anotaciones de Deuda del Estado
CE	Comisión Europea
CEPAL	Comisión económica para América Latina
CESR	Comité Europeo de Reguladores de Valores / Committee of European Securities Regulators
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
DGTPF	Dirección General del Tesoro y Política Financiera
EC	Entidades de crédito
ECR	Entidades de Capital-Riesgo
ESI	Empresa de servicios de inversión
FIAMM	Fondos de inversión en activos del mercado monetario
FI	Fondos de inversión de carácter financiero
FII	Fondos de inversión inmobiliaria
FIM	Fondos de inversión mobiliaria
FMI	Fondo monetario internacional
FOGAIN	Fondo General de Garantía e Inversiones
FTH	Fondo de titulización hipotecaria
IAASB	International auditing and assurance standards board
IAGC	Informe Anual de Gobierno Corporativo
IASB	International accounting standards board
IGBM	Índice General de la Bolsa de Madrid
IIC	Instituciones de inversión colectiva
IIMV	Instituto iberoamericano del mercado de valores
INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones

IOSCO	Organización Internacional de Comisiones de Valores / International Organization of Securities Commissions
ISIN	Código internacional de valores/ International Securities Identification Number
ISR	Inversión socialmente responsable
LATIBEX	Mercado de valores latinoamericanos
LIIC	Ley de instituciones de inversión colectiva
LMV	Ley del mercado de valores
MAB	Mercado Alternativo Bursátil
MEFF	Mercado español de futuros y opciones financieros
MFAO	Mercado de Futuros del Aceite de Oliva
MTS	Market for treasury securities
MOU	Memorandum de entendimiento/ Memorandum of Understanding
NIC	Normas internacionales de contabilidad
NIFF	Normas internacionales de información financiera
OCDE	Organización para la cooperación y el desarrollo económico
OICVM/ UCITS	Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios / Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities
OTC	“Over the counter” (Operaciones realizadas en mercados no organizados)
OPA	Oferta pública de adquisición de valores
OPS	Oferta pública de suscripción de valores
OPV	Oferta pública de venta de valores
PASF	Plan de acción de servicios financieros
PER	Price earnings ratio
PYME	Pequeña y mediana empresa
ROE	Rentabilidad sobre fondos propios
SAV	Sociedades y agencias de valores
SCLV	Servicio de Compensación y Liquidación de Valores
SCR	Sociedades de capital riesgo
SENAF	Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros
SEPBLAC	Servicio ejecutivo de la comisión de prevención del blanqueo de capitales e infracciones monetarias
SGC	Sociedades gestoras de carteras
SGIIC	Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva
SIBE	Sistema de Interconexión Bursátil Español
SICAV	Sociedades de inversión de carácter financiero
SII	Sociedades de inversión inmobiliaria
SIM	Sociedad de inversión mobiliaria
SON	Sistema Organizado de Negociación
SV	Sociedad de valores
SVB	Sociedad de valores y bolsa
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria (zona euro)
UVM	Unidad de Vigilancia de Mercados de la CNMV

Índice general

I	Mercados y emisores	23
1	Panorámica general	25
1.1	Contexto internacional	25
1.2	Contexto económico español	32
1.3	Decisiones financieras de los agentes económicos	37
1.4	Contexto de los mercados españoles	41
2	Mercados de renta variable	45
2.1	Tamaño del mercado	45
2.1.1	Capitalización bursátil	45
2.1.2	Sociedades cotizadas	48
2.1.3	Exclusiones de negociación	49
2.2	Emisiones y ofertas públicas de venta	50
2.3	Negociación	52
2.3.1	Negociación al contado	52
2.3.2	Crédito para operaciones bursátiles y préstamo de valores	56
2.4	Ofertas públicas de adquisición de valores	57
2.5	Latibex	59
3	Mercados de renta fija	63
3.1	Deuda pública	65
3.1.1	Emisiones	65
3.1.2	Negociación	65
3.2	Renta fija privada	68
3.2.1	Instrumentos	68
3.2.2	Emisores, emisiones y saldos vivos admitidos en el mercado	68
3.2.3	Mercado primario de renta fija privada	69
3.2.4	Mercados secundarios de renta fija: AIAF y bolsas	76
4	Registro, contrapartida, compensación y liquidación	79
4.1	Iberclear	79
4.1.1	Iberclear-CADE	80
4.1.2	Iberclear-SCLV	82

4.1.3	Innovaciones y mejoras	83
4.1.4	Derechos de emisión de CO ₂	84
4.2	MeffClear	86
5	Mercados de productos derivados	87
5.1	Mercado MEFF	87
5.2	Warrants	91
5.2.1	Emisiones	91
5.2.2	Negociación	92
5.3	Otros contratos financieros	93
5.4	Mercados de derivados sobre mercaderías	94
II	Entidades financieras y servicios de inversión	95
6	Inversión colectiva	97
6.1	Fondos de inversión	98
6.1.1	Patrimonio	98
6.1.2	Partícipes e instituciones	99
6.1.3	Política inversora	103
6.1.4	Rentabilidades y comisiones	105
6.2	Sociedades de inversión de capital variable (SICAV)	109
6.3	Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC)	111
6.3.1	Patrimonio e instituciones gestionadas	112
6.3.2	Resultados	113
6.4	Depositarios de IIC	115
6.5	Comercialización en España de IIC extranjeras	115
7	Prestación de servicios de inversión	117
7.1	Sociedades y agencias de valores	117
7.1.1	Solvencia y rentabilidad	119
7.1.2	Dispersión del sector	120
7.1.3	Cuenta de resultados de las sociedades de valores	122
7.1.4	Cuenta de resultados de las agencias de valores	123
7.1.5	Detalle de los ingresos por comisiones	124
7.2	Sociedades gestoras de cartera	127
7.3	Entidades de crédito	130
7.3.1	Autorización y registro	130
7.3.2	Actividad en valores de las entidades de crédito	130
8	Entidades de capital-riesgo	133
8.1	Marco legal	133
8.2	Entidades de capital-riesgo registradas en la CNMV	134

8.3	Características de las entidades de capital–riesgo registradas en la CNMV durante la vigencia de la Ley 1/1999	135
III La regulación y supervisión de los mercados de valores		137
9	Información sobre los emisores y gobierno corporativo	139
9.1	Información de los emisores	139
9.1.1	Información anual, auditorías e información pública periódica	139
9.1.2	Hechos relevantes y otras comunicaciones recibidas en la CNMV	144
9.1.3	Participaciones significativas	146
9.1.4	Opciones y otros derechos asociados a los sistemas retributivos	147
9.1.5	Autocartera	147
9.2	Gobierno corporativo	149
9.2.1	Restricciones estatutarias	150
9.2.2	Pactos parasociales	151
9.2.3	Operaciones con partes vinculadas de empresas cotizadas	152
9.2.4	Voto a distancia en las juntas generales	154
9.2.5	Páginas web de las sociedades cotizadas	155
9.2.6	Los informes de gobierno corporativo de los emisores de valores	155
9.2.7	Código Unificado de Buen Gobierno Corporativo	158
10	Supervisión de los mercados	161
10.1	Actuaciones destacadas de la CNMV en los distintos mercados	162
10.1.1	Renta variable	162
10.1.2	Renta fija	165
10.1.3	Productos derivados	166
10.1.4	Registro, contrapartida, compensación y liquidación	166
10.2	Unidad de vigilancia de mercados	166
10.3	Supervisión de las ofertas públicas de adquisición	169
11	Supervisión de entidades	173
11.1	Supervisión de las empresas de servicios de inversión	174
11.1.1	Supervisión prudencial	174
11.1.2	Normas de conducta y conflictos de interés	178
11.1.3	Control interno: riesgo operativo, planes de contingencia y continuidad en la prestación de los servicios	179
11.1.4	Adopción de medidas cautelares	179
11.1.5	Agilización de trámites ante la CNMV	180
11.2	Supervisión de las normas de conducta en la prestación de servicios de inversión por parte de las entidades de crédito	180
11.2.1	Comercialización de productos financieros por entidades de crédito	180
11.2.2	Conflictos de interés en la comercialización de valores emitidos por la propia entidad	181

11.3	Supervisión de las instituciones de inversión colectiva	182
11.3.1	Supervisión de requisitos prudenciales de las IIC y sus gestoras	182
11.3.2	Conflictos de interés	186
11.3.3	Gobierno corporativo, medios, procedimientos y control interno	187
11.3.4	Información a inversores	189
11.3.5	Supervisión de los depositarios de IIC	189
11.3.6	Supervisión de las IIC inmobiliarias	190
11.3.7	Novedades en materia de autorización de IIC	190
11.4	Supervisión de entidades de capital-riesgo	192
11.5	Supervisión de las sociedades gestoras de fondos de titulización	192
11.6	Colaboración en la prevención del blanqueo de capitales	193
12	Atención al inversor	195
12.1	La atención al cliente en las entidades financieras	195
12.2	Quejas, reclamaciones y denuncias ante la CNMV	197
12.2.1	Quejas y reclamaciones	197
12.2.2	Denuncias	202
12.3	Servicio de consultas	202
12.4	Formación e información al inversor	204
12.4.1	Publicaciones dirigidas a los inversores	204
12.4.2	Participación en jornadas y actos públicos dirigidos a los inversores	205
12.4.3	Otras actividades divulgativas	206
12.5	Calidad de la información y prácticas de comercialización	206
12.6	Fondo de Garantía de Inversiones	208
13	Actuaciones disciplinarias	209
13.1	Expedientes sancionadores	209
13.1.1	Estadísticas	209
13.1.2	Registro público de sanciones por infracciones graves o muy graves	212
13.1.3	Criterios de interés	212
13.2	Servicio contencioso: revisión judicial de resoluciones sancionadoras y otras actuaciones ante los órganos jurisdiccionales	215
13.3	Advertencias sobre entidades no autorizadas	216
14	Coordinación y cooperación en regulación y supervisión	217
14.1	Relaciones de la CNMV con otros supervisores españoles	217
14.1.1	Coordinación con supervisores nacionales	217
14.1.2	Cooperación con supervisores internacionales	218
14.2	Grupos de trabajo internacionales sobre regulación y supervisión de los mercados de valores	220
14.2.1	Grupos permanentes de trabajo de CESR	220
14.2.2	Actuaciones de CESR en medidas legislativas del nivel 3	222

14.2.3	Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO)	223
14.2.4	Otros foros internacionales	225
14.3	Cooperación con Iberoamérica	226

IV CNMV: aspectos organizativos, económicos e institucionales 229

15	Organización	231
15.1	Recursos humanos	231
15.2	Sistemas de información	232
15.3	Reubicación de las unidades y servicios de la CNMV	235
15.4	Procedimientos internos	235
16	Gestión económica	237
16.1	Ingresos y gastos	237
16.2	Estructura de tasas	238
17	Agencia Nacional de Codificación de Valores	241
18	Comité Consultivo de la CNMV	243

V Informe del Órgano de Control Interno 245

VI Cuentas de la CNMV 251

1	Resumen de las cuentas anuales. Ejercicio 2005	253
1.1	Balance	254
1.2	Cuenta del resultado económico patrimonial	256
1.3	Cuadro de financiación: fondos aplicados y fondos obtenidos	258
1.4	Cuadro de financiación: variación del capital circulante	260
2	Informe de auditoría de la Intervención General de la Administración del Estado	261

Anexos 269

Anexos estadísticos	271
Anexos estadísticos I	271
Anexos estadísticos II	295
Anexos estadísticos III	301
Anexos legislativos	319
Anexos organización CNMV	331

Índice de recuadros

Mercado alternativo bursátil (MAB)	55
La no exigencia de folleto de emisión en determinados casos contemplados en la Directiva de Folletos	71
La inversión socialmente responsable (ISR) en España	101
La evolución de las comisiones de gestión y de depósito de los fondos de inversión	107
Difusión no selectiva de información relevante	145
Folleto electrónico	148
Informe Anual de Gobierno Corporativo de las cajas de ahorro	157
Transacciones de lotes de acciones (<i>block trade</i>)	164
Real Decreto 1333/2005 en materia de Abuso de Mercado	168
Artículo 14 del Real Decreto de OPA	171
La supervisión de los conglomerados financieros	175
Modificación del régimen de inversión de los saldos acreedores de clientes en las sociedades y agencias de valores	177
Novedades del Reglamento de IIC: RD 1309/05	184
Mejoras en el proceso de autorización de IIC introducidas por la nueva regulación	191
Libro blanco de los Servicios Financieros	219

Índice de cuadros

1.1	Los mercados de renta variable: índices y contratación	33
1.2	Indicadores de la economía española	35
1.3	Adquisición neta de pasivos financieros de las empresas no financieras	38
1.4	Adquisición neta de activos financieros del sector no residente	39
1.5	Adquisición neta de activos financieros de los hogares	41
1.6	Remuneración a los accionistas	44
<hr/>		
2.1	Capitalización de la renta variable en las bolsas españolas	46
2.2	Sociedades cotizadas por sectores a 31/12	47
2.3	Concentración de la capitalización de la renta variable	47
2.4	Capitalización y contratación bursátil en 2005	48
2.5	Sociedades cotizadas en las bolsas españolas	48
2.6	Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta	51
2.7	Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta: importe efectivo	51
2.8	Contratación de la renta variable	52
2.9	Contratación según modalidades en el mercado continuo	53
2.10	Distribución sectorial de la contratación bursátil	54
2.11	Concentración de la contratación de la renta variable en las bolsas españolas	54
2.12	Miembros de las bolsas de valores	55
2.13	Crédito para venta de valores y préstamo de valores	57
2.14	Crédito para compra de valores	57
2.15	Ofertas públicas de adquisición de valores	58
2.16	Sociedades cotizadas en Latibex por países	60
<hr/>		
3.1	Emisiones brutas y saldos vivos: distribución por emisores	64
3.2	Contratación de deuda del Estado. Conjunto del mercado	66
3.3	Emisores, emisiones y saldo vivo de renta fija en AIAF	68
3.4	Emisores, emisiones y saldo vivo de renta fija en bolsa	69
3.5	Emisiones brutas registradas en la CNMV: detalle por instrumentos	70
3.6	Emisiones brutas de renta fija privada de emisores españoles en el exterior	73
3.7	Contratación total en AIAF	77
3.8	Contratación de renta fija en las bolsas	77

4.1	Entidades participantes en Iberclear	80
4.2	Iberclear–CADE. Actividades de registro	80
4.3	Iberclear–CADE. Número de operaciones liquidadas	81
4.4	Iberclear–CADE. Importe de las operaciones liquidadas	81
4.5	Iberclear–SCLV. Actividad de registro	82
4.6	Iberclear–SCLV. Operaciones liquidadas	82
4.7	Plan Nacional de Asignación de Derechos: reparto por sectores	85
4.8	Evolución de la actividad en Meffclear	86
5.1	Negociación en los mercados de derivados financieros en España	88
5.2	Negociación en los mercados de derivados financieros europeos	89
5.3	Negociación de futuros y opciones sobre acciones individuales de MEFF RV	90
5.4	Número de miembros en MEFF	91
5.5	Emisiones de warrants registradas en la CNMV	92
5.6	Contratación de warrants en el mercado continuo	92
5.7	Emisiones de contratos de compra/venta de opciones registrados en la CNMV	93
5.8	Número de miembros en MFAO	94
6.1	Patrimonio y variación patrimonial de los fondos de inversión por categorías	100
6.2	Altas y bajas en el registro de entidades en 2005	101
6.3	Distribución del patrimonio de los fondos	104
6.4	Participaciones significativas de las gestoras de IIC	105
6.5	Rentabilidad de los fondos de inversión: detalle por categoría	106
6.6	Distribución del patrimonio de las SICAV	110
6.7	Número de carteras gestionadas por las SGIIIC: detalle por tipo de IIC	112
6.8	Patrimonio gestionado por las SGIIIC: detalle por tipo de IIC	113
6.9	Cuenta de pérdidas y ganancias de las SGIIIC	114
6.10	IIC extranjeras comercializadas en España	116
7.1	Altas y bajas en el registro de entidades	118
7.2	Evolución de las entidades en pérdidas: número e importe	120
7.3	Cuenta de pérdidas y ganancias de las sociedades de valores	123
7.4	Cuenta de pérdidas y ganancias de las agencias de valores	125
7.5	Ingresos por comisiones brutas percibidas	126
7.6	Patrimonio gestionado por las SGC	128
7.7	Cuenta de pérdidas y ganancias de las SGC	129
7.8	Ingresos por comisiones percibidas por las entidades de crédito en la prestación de servicios de valores y en la comercialización de productos financieros no bancarios	131
7.9	Comisiones percibidas por servicios de inversión. 2005	132
7.10	Valores depositados en las entidades de crédito a 31/12	132
8.1	Altas y bajas en el registro de entidades de capital–riesgo en 2005	134

9.1	Resumen de las auditorías de sociedades emisoras recibidas en la CNMV	141
9.2	Hechos relevantes y otras comunicaciones recibidas en la CNMV	144
9.3	Derechos de opción vigentes a 31/12/2005	148
9.4	Pactos parasociales: porcentaje de capital social afectado	151
9.5	Operaciones con partes vinculadas de las sociedades cotizadas	153
10.1	Resumen de la actividad supervisora de mercados. 2005	161
10.2	Suspensiones temporales de cotización en bolsa	162
10.3	Actuaciones de la Unidad de Vigilancia de Mercados	167
11.1	Supervisión de ESI: requerimientos remitidos por la CNMV en 2005	174
11.2	Margen de cobertura de los recursos propios de las ESI sobre el coeficiente de solvencia. 2005	175
11.3	Supervisión de las IIC: requerimientos remitidos por la CNMV en 2005	183
12.1	Entidades contra las que se dirigen las quejas y reclamaciones	198
12.2	Resultado de las reclamaciones	199
12.3	Denuncias presentadas ante la CNMV	203
12.4	Guías del Inversor: número de acuerdos de difusión y ejemplares distribuidos	205
12.5	Actuaciones de la CNMV en materia de publicidad realizadas en 2005	207
13.1	Expedientes abiertos y concluidos en 2005	210
13.2	Infracciones contempladas en los expedientes sancionadores	210
13.3	Sanciones impuestas	210
13.4	Número de infracciones de cada tipo en los expedientes sancionadores	211
13.5	Comparencia de la CNMV ante los órganos jurisdiccionales en 2005	216
14.1	Asistencia a reuniones internacionales y asistencias técnicas	220
15.1	Plantilla de la CNMV: composición por categorías profesionales	231
15.2	Distribución del personal entre las direcciones de la CNMV	232
15.3	Relación de trámites que pueden realizarse a través de CIFRADO/CNMV	234
16.1	Ingresos por tasas en la CNMV	239
17.1	Número de valores y otros instrumentos financieros codificados	241
17.2	Consultas atendidas directamente por la Agencia Nacional de Codificación de Valores	242

Índice de gráficos

1.1	Tasa de crecimiento anual del PIB	26
1.2	Precio del petróleo	27
1.3	Tipos de intervención de los bancos centrales	28
1.4	Tipo de cambio del euro frente al dólar americano y yen japonés	28
1.5	Acumulación de activos de EEUU por el resto del mundo	29
1.6	Estados Unidos: endeudamiento de los hogares	30
1.7	Rentabilidad de la deuda pública a diez años	31
1.8	Prima de riesgo de crédito de la deuda privada (BBB-AAA)	31
1.9	Evolución de los principales índices bursátiles internacionales	32
1.10	Endeudamiento y carga financiera de los hogares	34
1.11	Diferenciales de crecimiento de precios al consumo y de costes laborales unitarios entre España y la UEM	37
1.12	Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la economía española (en porcentaje sobre el PIB)	38
1.13	Composición del activo financiero en activos españoles de los no residentes	40
1.14	Composición del activo financiero de los hogares	40
1.15	Rentabilidad de la deuda a largo plazo	42
1.16	Evolución de la curva de tipos de interés	42
1.17	Índice de aversión al riesgo	43
1.18	Evolución del Ibex 35 y de su volatilidad implícita	43
1.19	Dividendos de la empresas del Ibex 35	44
2.1	Rotación en el mercado continuo	53
2.2	Evolución del FTSE Latibex All Share	59
3.1	Evolución de la emisión de valores de renta fija en España	63
3.2	Rentabilidad de la renta fija a largo plazo: deuda privada y pública	67
3.3	Evolución de las emisiones de titulización registradas en la CNMV	75
3.4	Tipos de interés de pagarés, depósitos interbancarios y repos a tres meses	78
6.1	Evolución del patrimonio de los fondos de inversión en España	97
6.2	Porcentaje del patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria con rentabilidad inferior a la tasa de inflación	107
6.3	Evolución del número de SICAV y del patrimonio	110

6.4	Sociedades Gestoras de LIC: patrimonio gestionado y resultados	113
7.1	ROE antes de impuestos de las sociedades y agencias de valores	120
7.2	Agencias y sociedades de valores: resultados y recursos propios	121
7.3	Sociedades y agencias de valores: frecuencia de los resultados antes de impuestos	121
7.4	Sociedades de valores miembros de bolsa: volumen mediado y comisión efectiva media en renta variable nacional	126
7.5	Sociedades de valores miembros de bolsa: ingresos y volúmenes de colocación y aseguramiento de emisiones	127
7.6	Patrimonio gestionado, comisiones percibidas y resultados antes de impuestos de las SGC	129
12.1	Información y consultas en 2005: número de consultas por materia	203

Índice Anexos

Anexos estadísticos 269

Anexos estadísticos I

I.1	Indicadores de economía internacional	271
I.2	Composición del activo financiero de los hogares	272
I.3	Composición del activo financiero de los no residentes	272
I.4	Saldo de deuda pública por tenedores	273
I.5	Transacciones bursátiles por agentes	273
I.6	Resultados antes de impuestos de las sociedades del IGBM	274
I.7	Emisiones de renta variable registradas en la CNMV en 2005	275
I.8	Sociedades excluidas de cotización bursátil en 2005	276
I.9	Evolución de los índices sectoriales de la Bolsa de Madrid y Bolsa de Barcelona	278
I.10	Concentración sectorial de la capitalización	279
I.11	Porcentaje de la capitalización por sectores y mayores empresas respecto al conjunto del mercado	280
I.12	Capitalización y contratación de las sociedades pertenecientes al índice Ibex 35	282
I.13	Datos de mercados de las empresas del Ibex 35	283
I.14	Ofertas públicas de adquisición de valores autorizadas en 2005	284
I.15	Sociedades cotizadas en Latibex por sectores	285
I.16	Emisiones brutas de las Administraciones Públicas	285
I.17	Emisiones netas de las Administraciones Públicas	286
I.18	Contratación de deuda del Estado entre titulares de cuenta. Operaciones a vencimiento, con pacto de recompra y simultáneas	286
I.19	Contratación de letras del Tesoro entre titulares de cuenta. Distribución por tipo de contratación	287
I.20	Contratación de bonos y obligaciones del Estado entre titulares de cuenta. Distribución por tipo de contratación	287
I.21	Contratación de deuda del Estado con terceros. Operaciones a vencimiento, con pacto de recompra y simultáneas	288
I.22	Número de emisores y emisiones registradas en la CNMV: detalle por instrumentos	288
I.23	Principales emisores de renta fija en 2005	289
I.24	Principales emisores de renta fija en 2005. Detalle por instrumentos	290
I.25	Emisores de pagarés: mayores saldos vivos a 31 de diciembre de 2005	291
I.26	Principales emisores de bonos de titulización en 2005	292

I.27	Contratación en AIAF por cuenta propia	293
Anexos estadísticos II		295
II.1	Cartera de los fondos: peso en el saldo vivo de valores españoles	295
II.2	Gastos repercutidos a los fondos de inversión	295
II.3	Registro de entidades y grupos de control de SGIIIC. 2005	296
II.4	Cambios de control en SGIIIC. 2005	296
II.5	ESI extranjeras con pasaporte comunitario: Estado de origen	297
II.6	Registro de entidades: altas y bajas y grupos de control de ESI. 2005	298
II.7	ESI españolas con pasaporte comunitario: Estado de acogida	299
II.8	Entidades de crédito extranjeras con pasaporte comunitario para prestar servicios de inversión a 31 de diciembre de 2005: Estado de origen	300
Anexos estadísticos III		301
III.1	Sociedades requeridas por la CNMV por salvedades en auditorías sobre las cuentas de 2004	301
III.2	Número de accionistas de las sociedades del Ibex 35 con participación significativa	302
III.3	Resolución de expedientes sancionadores en 2005	303
III.4	Relación de sentencias recaídas en recursos contencioso-administrativos (RCA) durante 2005 contra resoluciones en materia de sanciones	306
III.5	Advertencias al público sobre entidades no registradas	307
Anexos legislativos		319
A	Legislación española	319
A.1	Normas sobre los mercados de valores	319
A.2	Otras normas españolas con incidencia en los mercados de valores	324
B	Legislación europea	326
B.1	Legislación aprobada por el Parlamento y Consejo Europeos	327
B.2	Legislación aprobada por la Comisión Europea	327
B.3	Mandatos de la Comisión Europea a CESR para el desarrollo de medidas de nivel 2	329
Anexos organización CNMV		331
Composición del Consejo de la CNMV		331
Composición del Comité Ejecutivo de la CNMV		331
Composición del Comité Consultivo de la CNMV		332
Direcciones de la CNMV		334

I Mercados y emisores



1 Panorámica general

En este capítulo se traza una panorámica general de la evolución de la economía y de los mercados financieros mundiales y españoles durante el año 2005. El objetivo perseguido con la descripción de los rasgos básicos de la evolución económica mundial y española no es tanto realizar un análisis detallado de los resultados macroeconómicos, cuanto tratar de proporcionar un marco de referencia al funcionamiento de los mercados financieros, en el que, además, se señalan sus principales vulnerabilidades y los factores de riesgo que puedan afectarlos en un futuro próximo.

En 2005 los mercados de valores desarrollaron su actividad en un contexto económico favorable aunque más complejo que el del año anterior. La evolución de la economía internacional fue globalmente positiva en términos de crecimiento, que se ha hecho más generalizado. No obstante, persiste el desequilibrio externo de Estados Unidos y el desajuste cambiario en los países asiáticos, con la incertidumbre sobre su corrección eventual. También hay que señalar el problema que puede suponer la estabilización de los precios del petróleo en un nivel elevado, situación que ya se está reflejando en un aumento de la inflación.

La política monetaria ha tomado una orientación más restrictiva en Estados Unidos, principalmente, y también en el área euro a finales de año. A pesar de ello, los mercados de valores han mostrado comportamientos positivos, tanto en términos de dinamismo en la contratación como en rentabilidad. La confianza en que las economías seguirían creciendo, que las condiciones monetarias no serían demasiado restrictivas, así como la percepción de que las empresas se encuentran en general en buena situación para llevar a cabo sus planes de inversión ha animado a los inversores.

1.1 Contexto internacional

La economía mundial ha mantenido un importante ritmo de crecimiento durante 2005, tanto en los países desarrollados como en los emergentes. La tasa de crecimiento mundial se ha situado en un 4,3%, que engloba un crecimiento del 2,7% en los países desarrollados y un 6,4% en los emergentes. Dichas tasas son ligeramente inferiores a las del año precedente y esa desaceleración ha sido generalizada.

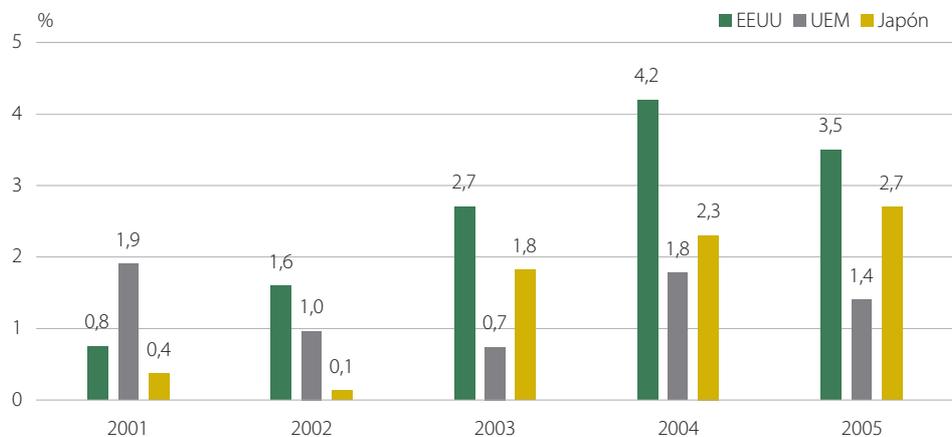
El principal impulso del crecimiento de la actividad global durante 2005 siguió correspondiendo a Estados Unidos y a las economías emergentes de Asia, a lo que se unió la consolidación de la recuperación de Japón.

La economía norteamericana siguió creciendo a buen ritmo (3,5%), aunque por debajo del registrado en 2004. El crecimiento norteamericano sigue apoyándose en gran medida en el dinamismo del gasto de los hogares y en la política fiscal expansiva; el sector exterior contribuye negativamente al crecimiento, aunque en 2005 esta aportación fue algo inferior

Las economías emergentes (especialmente las de la región asiática) tuvieron fuertes ritmos de crecimiento. La economía china mantuvo en 2005 un nivel de crecimiento próximo al 10%, en línea con la tasa que viene registrando en los últimos tres años. La inversión en capital fijo y las exportaciones constituyen los principales motores de este elevado crecimiento. En Japón, se acentuó la recuperación económica gracias a una mayor fortaleza de la demanda interna pues el sector exterior tuvo una menor aportación positiva al crecimiento del PIB.

Tasa de crecimiento anual del PIB

GRÁFICO 1.1



Fuente: Ministerio de Economía y Hacienda.

En las economías latinoamericanas continuó el período de bonanza económica, con el tercer año consecutivo de crecimiento, aunque algo más moderado que en 2004. El contexto internacional resultó favorable para estas economías ya que el alza de los precios de las materias primas, del petróleo en particular, continuó mejorando la relación real de intercambio de la región, especialmente en los países exportadores netos de estos productos. A ello se unió un aumento del volumen de las exportaciones y de las remesas de emigrantes. Esta situación se tradujo en un incremento del superávit de su balanza por cuenta corriente. La combinación de un periodo de crecimiento económico y superávit creciente de la balanza por cuenta corriente constituye una situación positiva y novedosa, al menos en el pasado reciente de la región.

El conjunto de la zona euro continuó mostrando un crecimiento reducido en 2005 por la debilidad que mostraron las dos grandes economías, Alemania y Francia, que registraron tasas del 1,1% y 1,4% respectivamente. La estabilidad del crecimiento en Alemania y la desaceleración en Francia¹ explican que el área euro se desacelere desde un 1,8% hasta un 1,4%. La causa de la falta de dinamismo hay que encontrarla

1. Había crecido un 2,1% en 2004.

en el desfavorable comportamiento del consumo privado sobre el que pueden pesar motivos como la mayor incertidumbre sobre las perspectivas de empleo y renta o sobre la necesidad de acumular ahorro para contrarrestar la reducción en cobertura de las prestaciones sociales públicas. A pesar de que no parecen vislumbrarse factores que modifiquen la predisposición al gasto de las familias, en el segundo semestre de 2005 la economía del área ganó dinamismo debido a la reactivación de las exportaciones netas y de la inversión privada gracias al aumento de la confianza empresarial.

Fuera de la zona euro, el crecimiento económico en Reino Unido registró un importante retroceso durante 2005², por la desaceleración de la demanda interna que afectó especialmente a la actividad del sector de manufacturas.

Uno de los elementos más negativos en el panorama económico internacional en 2005 ha sido el alza de los precios de las materias primas, especialmente de los productos energéticos. Por un lado, el crecimiento económico generalizado ha supuesto un fuerte tirón de la demanda. Por el lado de la oferta, las especulaciones sobre el nivel real de reservas mundiales, las limitaciones técnicas para aumentar la producción al ritmo de la demanda y las incertidumbres sobre la situación política de los países exportadores han propiciado grandes alzas en el precio del petróleo, concentradas al final del verano. El precio medio del barril Brent alcanzó en 2005 los 54,4 dólares frente a los 38,4 dólares de 2004 y los 28,9 dólares de 2003.

Precio del petróleo

GRÁFICO 1.2



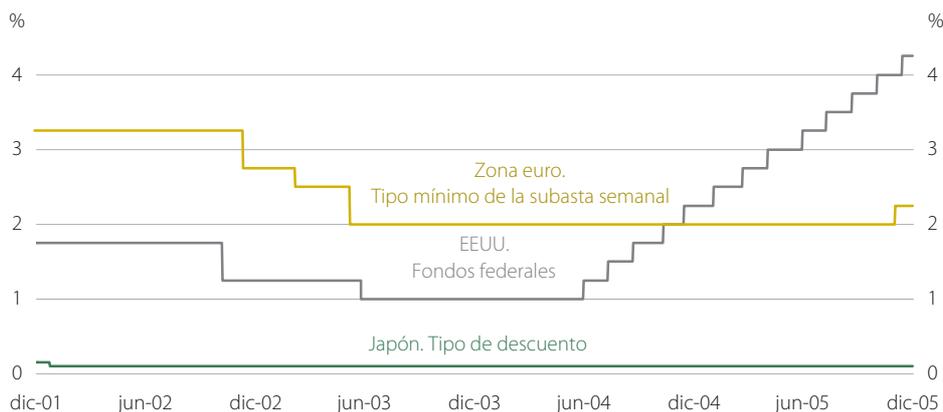
Fuente: Datastream.

El encarecimiento del petróleo se ha ido trasladando de forma gradual a los precios de los países importadores, aunque de forma moderada y sin que se haya producido por el momento un aumento de las expectativas de inflación a largo plazo. En Estados Unidos, los precios de consumo crecieron un 3,4% anual frente al 2,7% del año anterior. En la zona euro, la debilidad económica ha contrarrestado las presiones inflacionistas y, aunque en el tercer trimestre el crecimiento de los precios se aceleró, terminaron el año con una tasa del 2,2% interanual, tan sólo una décima por encima de 2004. Por su parte, en Japón, aunque los precios al consumo volvieron a descen-

2. El PIB creció un 1,8% anual en 2005 frente al 3,1% del año anterior.

Tipos de intervención de los bancos centrales

GRÁFICO 1.3



Fuente: Reuters.

der en 2005, parece que la fase de deflación que se viene registrando en los últimos años se superará en 2006.

Para controlar las tensiones inflacionistas, la Reserva Federal continuó realizando una política de subidas progresivas de los tipos de interés oficiales, ya comenzada en junio de 2004. En 2005 realizó ocho subidas de 25 puntos básicos cada una que se acumularon a las cinco realizadas en 2004 de la misma cuantía. Al finalizar 2005 el tipo oficial norteamericano quedó situado en el 4,25%. En el área euro, el BCE mantuvo fijo su tipo oficial en el 2,0% hasta diciembre, cuando decidió subirlo en un cuarto de punto.

En los mercados de cambios, el dólar pasó a apreciarse frente al euro, rompiendo así la tónica de debilidad que había mantenido desde febrero de 2002 (véase gráfico 1.4). La apreciación fue de un 13,4% en 2005, hasta los 1,18 dólares por euro desde los 1,36 dólares por euro con que finalizó 2004, cuando llevaba acumulada una depreciación del 57,8% desde 2002. Entre las razones para este cambio de tendencia se

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

GRÁFICO 1.4



Fuente: Banco Central Europeo.

encuentra el aumento en el diferencial de tipos de interés a su favor y la debilidad del crecimiento europeo.

Similar evolución tuvo la cotización del dólar frente al yen. La divisa norteamericana se apreció un 14,3% en 2005, situándose en 118,6 yenes por dólar. La estabilidad continuó siendo la tónica dominante en la cotización del dólar frente a muchas de las monedas de las economías emergentes de Asia. La modificación de la política cambiaria china en julio de 2005 supuso una ligera depreciación del dólar frente al renminbi.

Riesgos del escenario macroeconómico

La aparente favorable situación de la economía global no está exenta de riesgos. En primer lugar hay que señalar que la evolución de los precios del petróleo es un factor sobre el que aún existe incertidumbre que puede ejercer una importante influencia en las economías y, especialmente en las políticas monetarias. Las perspectivas de expansión económica generalizada en el mundo siguen apuntando a una presión alcista de los precios del petróleo por el lado de la demanda. Existe cierto consenso de que los precios seguirán altos, si bien hay que tener en cuenta que el nivel actual resulta todavía claramente inferior a los niveles de los años 70 y 80.

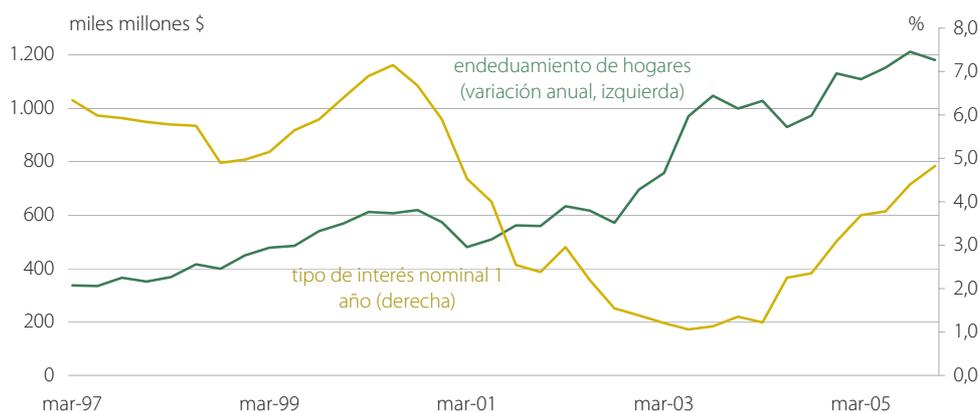
Una de las razones por las que el impacto inflacionista del alza de los precios del petróleo ha sido moderado hasta ahora puede encontrarse en la situación del mercado laboral. La incorporación de trabajadores inmigrantes en muchos países de Europa, la elección de las empresas de situar distintas fases de sus procesos productivos en países donde hay menores costes laborales y la desregulación en algunos casos del mercado laboral, ha reducido la capacidad de demanda salarial y por tanto el riesgo de generación de espirales de costes-precios. No obstante, las condiciones económicas en Estados Unidos y las demandas sociales en países europeos plantean la posibilidad de que estas condiciones se modifiquen en los próximos años.

Acumulación de activos de EEUU por el resto del mundo

GRÁFICO 1.5



Fuente: Reserva Federal de Estados Unidos y Banco Central Europeo.



Fuente: Reserva Federal de Estados Unidos y Datastream.

Un segundo factor de riesgo se encuentra en los importantes desequilibrios de la economía norteamericana, fundamentalmente el abultado y creciente déficit exterior, en un contexto económico y financiero que no apunta a su corrección en el corto plazo. Las crecientes necesidades de financiación de esta economía (de los hogares y del sector público) han de ser satisfechas por el resto del mundo, principalmente a través de la compra de valores de renta fija en dólares.

Una reducción importante del apetito comprador de activos en dólares, por una pérdida de confianza de los inversores, podría desencadenar un movimiento rápido de depreciación del dólar, un incremento de la volatilidad en los mercados cambiarios, de renta variable y de renta fija, y un descenso en los precios de los activos financieros.

La evolución del consumo de las familias es otro riesgo a tener en cuenta. En Estados Unidos, el gasto de las familias, que ha contribuido de forma importante al crecimiento económico, está siendo financiado por crédito. Como se observa en el gráfico 1.6 el nivel de endeudamiento ha crecido significativamente en los últimos años y no se puede descartar que las familias en un momento determinado modifiquen su comportamiento y deseen reequilibrar su posición financiera. La decisión de endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos incrementa la posibilidad de que se produzca ese cambio en la actitud de los consumidores, ya que el crecimiento de los tipos de interés conlleva un incremento en la carga financiera y, por otra parte, las familias podrían ver reducidas sus expectativas de rentas si se llega a producir un aumento del paro.

Evolución de los mercados monetarios y de valores

Los mercados monetarios y de renta fija han reaccionado sólo parcialmente ante los cambios en las políticas monetarias de la Reserva Federal y del Banco Central Europeo. En EEUU los tipos de interés registraron subidas generalizadas, especialmente en los activos a corto plazo, pasando la rentabilidad del depósito a un año del 3,1%

Rentabilidad de la deuda pública a diez años

GRÁFICO 1.7

Mercados y emisores
Panorámica general



Fuente: Reuters.

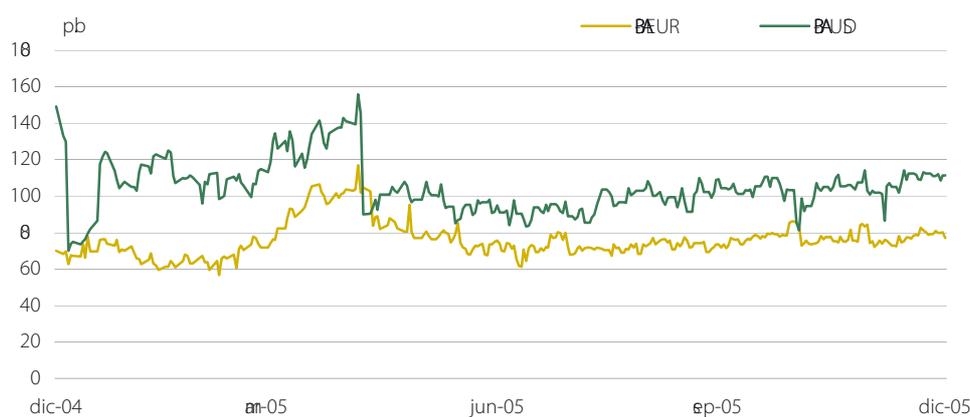
al 4,8%. Aunque también se incrementó la rentabilidad de la deuda a largo plazo, la subida fue más moderada y se redujo la pendiente de la curva temporal de tipos.

En el área euro, la rentabilidad de los depósitos a un año aumentó hasta alcanzar el 2,8%, como también ocurrió en la deuda pública a corto plazo. Sin embargo, la falta de confirmación de las expectativas de subidas en su tipo de intervención provocó descensos en el rendimiento de las emisiones a largo plazo hasta el último trimestre de 2005 cuando aumentaron en línea con las rentabilidades americanas (véase gráfico 1.7)

Durante el año 2005 tampoco se ha observado una reacción destacada en los mercados de deuda privada al cambio de orientación de la política monetaria, ni tampoco

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

GRÁFICO 1.8



Fuente: Reuters.

1. Diferencial de rentabilidad entre las emisiones a 10 años de calificación máxima (AAA), generalmente misiones soberanas, y mínima (BBB) de Standard & Poor's, dentro del denominado *grado inversión* (*investment grade*). Los bonos con calificación inferior a BBB se suelen denominar *bonos basura* (*junk bonds*).



Fuente: Reuters.

Datos diarios. Base 100: Nivel de los índices a 31/12/2004.

a la revisión de la calidad crediticia de las empresas automovilísticas General Motors y Ford. De esta forma, el diferencial por riesgo de crédito en la deuda corporativa denominada en dólares norteamericanos cerró el año en niveles inferiores a los de su apertura. Tampoco se produjeron cambios sustanciales en la prima de rentabilidad por el riesgo de crédito en la deuda emitida por el sector privado en euros. (véase gráfico 1.8).

Los mercados de renta variable tuvieron un comportamiento muy diferente en Estados Unidos y en otras áreas de países desarrollados. En EEUU las rentabilidades fueron prácticamente nulas o negativas, como refleja la evolución del índice Dow Jones Industrial, mientras que en Europa y en Japón los índices bursátiles registraron rentabilidades notablemente positivas.

El estancamiento de la renta variable americana, a pesar del crecimiento de su economía y de los buenos resultados de sus empresas, se explica por el aumento de la tasa de descuento de los beneficios futuros asociada a expectativas sobre la política monetaria. En cambio, ni en Europa ni en Japón llegaron a generalizarse expectativas de una mayor restricción monetaria que pudieran afectar negativamente a las empresas, cuyas previsiones de beneficios seguían siendo positivas.

La liquidez y las expectativas positivas también marcaron la contratación de los mercados, que creció significativamente de manera generalizada. En Europa y Japón, este aumento refleja principalmente el incremento de los precios de las acciones intercambiadas, pero en EEUU se debe a un aumento de la actividad negociadora, ya que los precios de las acciones apenas subieron.

1.2 Contexto económico español

La fase de expansión de la economía española se prolongó en 2005. El crecimiento del PIB fue del 3,5% frente al 3,1% de 2004. Este ritmo de crecimiento continuó

Bolsa	Índices	Contratación 2005				
		Nombre	% var 05/04		Millardos de €	% var 05/04 ¹
			2004	2005		
Países desarrollados						
Nueva York	Dow Jones Ind. Av.	3,1	-0,6	11.410,2	21,6	
Nasdaq	Nasdaq Composite	8,6	1,4	8.140,7	15,1	
Tokio	Nikkei	7,6	40,2	3.603,2	43,4	
Londres	FTSE 100	7,5	16,7	4.583,2	11,2	
Zona euro ²	Euro Stoxx 50	6,9	21,3	6.707,9	36,4	
Euronext ³	Euronext 100	8,0	23,2	2.345,1	18,1	
Alemania	DAX 30	7,3	27,1	1.545,8	24,9	
Italia	MIB 30	16,9	13,3	1.050,9	35,0	
España	Ibex 35	17,4	18,2	853,6	32,9	
Latinoamérica						
Buenos Aires	Merval	28,3	12,2	5,5	41,1	
Sao Paulo	Bovespa	17,8	27,7	134,8	32,3	
Santiago de Chile	IGPA	22,1	2,7	15,5	43,1	
México	IPC	46,9	37,8	45,9	20,3	
Lima	IGRA	52,4	29,4	2,1	64,6	

Fuente: Reuters, Federación Internacional de Bolsas y elaboración propia.

1. En moneda local.
2. Volumen contratado en las bolsas de los países de la zona euro. Se incluye OMX completa, aunque en alguna de sus bolsas no se negocie en la divisa europea.
3. Corresponde a las bolsas integradas en Euronext: París, Bruselas, Ámsterdam, Lisboa y Oporto.

siendo uno de los más elevados en la UEM³. El consumo de los hogares y la inversión residencial continuaron siendo uno de los principales motores de la economía española, aunque en este ejercicio otro componente del gasto también apoyó el crecimiento de la demanda interna, la inversión en bienes de equipo (véase cuadro 1.2).

Las familias continuaron sustentando su gasto en el crecimiento de la renta bruta disponible y de la riqueza, magnitudes en las que incluyeron el importante crecimiento registrado en el empleo y en la revalorización de los activos. A pesar de que el precio de la vivienda creció en España un 13,9% durante 2005, siguió registrándose un fuerte ritmo de compra de viviendas, como evidencia el crecimiento en un 24,5% del crédito concedido con esa finalidad.

Como consecuencia, durante 2005 se ha producido un nuevo aumento de la carga financiera y del nivel de endeudamiento de las familias (véase gráfico 1.10). El para-

3. El crecimiento del PIB en la UEM fue del 1,4% anual en 2005 frente al 3,4% de España.

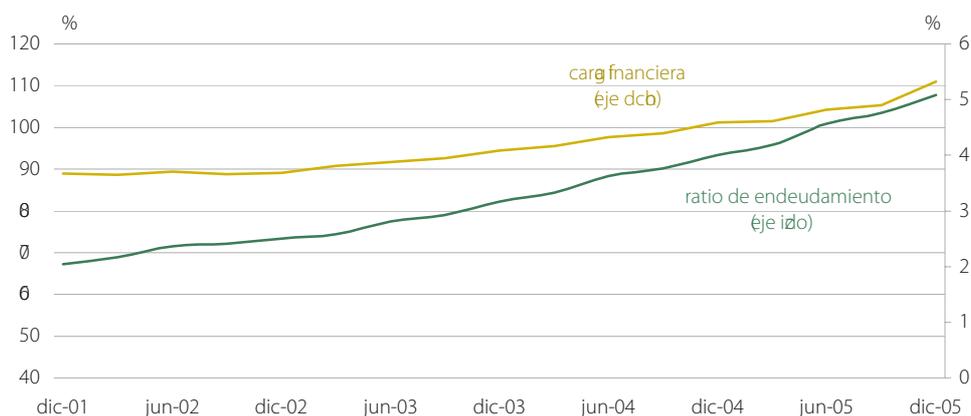
lolo aumento de la riqueza de las familias, debido a la revalorización de la vivienda y de los activos financieros a lo largo del año, ha hecho que el aumento del endeudamiento no haya afectado de manera significativa a la solidez de la posición financiera de los hogares, que sigue siendo saneada. Y una carga por intereses que apenas supera el 5% de la renta bruta disponible es sostenible dado el comportamiento previsible de la actividad y el empleo. Pero en el último cuatrienio, el endeudamiento de las familias ha crecido más de 30 puntos porcentuales y la carga por intereses en un 1,5% de su renta bruta disponible, lo que ha conducido a que las decisiones de gasto de los hogares españoles sean ahora más sensibles a los tipos de interés.

Lo anterior implica que un contexto de subida de los tipos de interés y de cambio en la tendencia de los precios de la vivienda puede, por un lado, incrementar la carga financiera y, por otro, reducir el efecto riqueza derivado tanto de las ganancias de capital por revalorización de las viviendas como de sus previsible efectos negativos sobre el valor de los activos financieros. Las expectativas sobre los tipos de interés apuntan a una subida durante 2006 que, en la cuantía que avanzan los mercados, sería asumible por los hogares españoles sin afectar a sus niveles de gasto. Por su parte, los estudios disponibles apuntan, más bien, a una caracterización de la situación actual del mercado de la vivienda como un episodio dilatado de sobrevaloración del precio que a la creación de una burbuja especulativa, por lo que cabe esperar que una desaceleración en sus precios sea asimilable sin afectar de forma apreciable a las decisiones de gasto de los hogares.

No obstante, hay que tener en cuenta la vulnerabilidad adicional que podría suponer el hecho de que sean las familias con rentas más bajas las que muestran una mayor carga financiera, según se desprende de los datos del Banco de España⁴. Por otra parte, de producirse un freno en la actividad constructora, el ajuste sobre el empleo

Endeudamiento¹ y carga financiera² de los hogares

GRÁFICO 1.10



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

1. Relación entre los préstamos totales y la renta bruta disponible de los hogares.
2. Relación entre los pagos por intereses y la renta bruta disponible de los hogares.

4. Encuesta Financiera de las Familias españolas.

Tasa de variación anual, salvo otra indicación	2001	2002	2003	2004	2005
PIB (pesetas constantes)¹					
PIB (a precios de mercado)	3,5	2,7	3,0	3,1	3,4
Demanda interna ²	3,7	3,4	3,8	4,9	5,3
Consumo de los hogares	3,4	3,2	3,1	4,8	4,4
Consumo de las AAPP	3,9	4,5	4,8	6,0	4,5
Formación bruta de capital fijo	4,5	3,3	5,5	4,9	7,2
i. Bienes de equipo	0,1	-2,9	2,5	3,7	9,5
ii. Construcción	6,8	6,2	6,3	5,5	6,0
Demanda externa neta ²	-0,2	-0,7	-0,8	-1,8	-1,9
Exportaciones	4,0	1,8	3,6	3,3	1,0
Importaciones	4,2	3,9	6,0	9,3	7,1
Otros indicadores					
IPC. diciembre / diciembre ³	2,7	4,0	2,6	3,2	3,7
Crecimiento del empleo: EPA IV trimestre	5,5	3,6	2,9	4,4	4,9
Tasa de paro: EPA IV trimestre (% s/población activa)	15,5	11,9	13,1	12,8	8,7
Balanza de pagos por cuenta corriente y capital (% s/PIB)	-3,1	-2,2	-2,5	-4,3	-6,7
Capacidad o necesidad de financiación AAPP (% s/PIB)	-0,5	-0,3	0,0	-0,1	1,1

Fuente: INE y Ministerio de Economía y Hacienda.

1. Contabilidad Nacional en base 2000.
2. Aportación al crecimiento del PIB.
3. Datos del Instituto Nacional de Estadística (INE).

recaería sobre los trabajadores de reciente incorporación al mercado laboral, muchos procedentes de la inmigración registrada en España en los últimos años.

En su conjunto, la situación descrita apunta a que las variaciones esperables en 2006 en los tipos de interés y en el precio de los activos inmobiliarios y financieros no deben afectar de forma apreciable a las decisiones de consumo de las familias españolas si se mantienen las condiciones de crecimiento de la actividad y del empleo actuales. Esto implica que el elemento clave para la valoración de los factores de riesgo comentados es la continuidad del largo proceso de expansión que la economía española ha registrado en la última década y, por tanto, la mejora de su capacidad de crecimiento potencial.

Otro de los factores de vulnerabilidad de la economía española se encuentra en el déficit externo, que alcanzó un 6,7% del PIB en 2005. El deterioro de la posición externa de la economía española se está produciendo a un ritmo muy rápido ya que el déficit se ha duplicado en cuatro años (véase cuadro 1.2). Esta evolución refleja en parte factores cíclicos y transitorios como son el bajo crecimiento de los principales mercados de exportación –como Alemania y Francia– o el incremento de los precios del petróleo. Sin embargo, estos factores no permiten explicar, en el mejor de los

casos, más de un tercio del crecimiento del déficit, lo que apunta a una pérdida de competitividad de la economía española, reflejada tanto en el comportamiento de sus costes y precios como en la debilidad del comportamiento de su productividad.

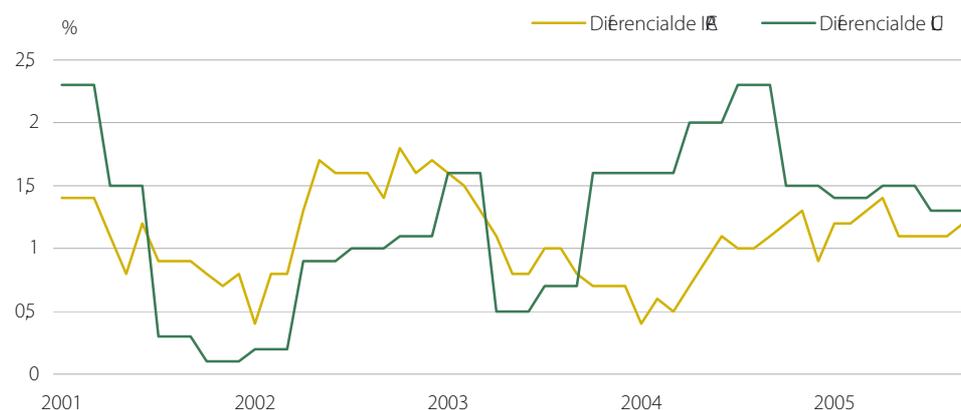
Los índices de competitividad y de costes laborales unitarios apuntan a una pérdida anual acumulativa desde la implantación del euro en torno al punto porcentual. Debido a esta pérdida de competitividad –y, como se ha comentado, a que los mercados a los que se dirigen mayoritariamente las exportaciones españolas crecieron moderadamente-, las ventas de productos al exterior aumentaron sólo un 1% en 2005. Por su parte, las importaciones de bienes continuaron creciendo a buen ritmo (7,1%), aunque menos que en 2004, en línea con el incremento de la demanda interna. La balanza de pagos por servicios redujo su saldo positivo por el fuerte crecimiento de los pagos por turismo. Todo esto se tradujo en un nuevo aumento del déficit por cuenta corriente, como se ha señalado.

Por otra parte, la OCDE recoge en sus estadísticas que, en el periodo de 1995-2004, España ha ocupado la tercera peor posición de productividad laboral entre los países de la Unión Europea, sólo superando a Holanda e Italia. Según los datos de contabilidad nacional publicados por el Instituto Nacional de Estadística, la productividad global de la economía española creció sólo un 0,3% en 2005, lo que supone un descenso de dos décimas respecto al año anterior. Dado el fuerte crecimiento del empleo experimentado por la economía española en los últimos años (véase cuadro 1.2), cabía esperar un débil crecimiento de la productividad aparente del trabajo, pero también la productividad total de los factores –identificable con el ritmo de mejora tecnológica y de eficiencia de la economía- presenta crecimientos muy débiles desde hace casi una década y este comportamiento apunta a carencias⁵ que pueden afectar a la capacidad de crecimiento potencial de la economía española a largo plazo.

El dinamismo de la economía española en 2005 se reflejó en la creación de empleo como puede apreciarse en los datos de la Encuesta de Población Activa (cuadro 1.2). A pesar del incremento del empleo y de la reducción de la tasa de paro (que ha alcanzado un 8,7% a finales de año), se ha producido una desaceleración de la remuneración media por asalariado debido, en alguna medida, a la tasa de temporalidad existente. El modesto crecimiento de la productividad impidió que se produjera un mayor descenso en el crecimiento de los costes laborales unitarios. No obstante, el coste laboral por unidad de producto (CLU) se desaceleró hasta el 2,2%, seis décimas menos que en 2004.

Durante 2005 la economía española ha registrado una nueva ampliación del diferencial del crecimiento de los precios con la UEM (véase gráfico 1.11). La inflación española, en términos del índice de precios armonizado, se incrementó hasta el 3,7% desde el 3,2% de 2004, mientras que en la UEM descendió del 2,4% al 2,2%. La persistencia de la inflación española refleja, en parte, el mayor crecimiento económico y, en parte, problemas de costes. En 2005 los componentes del IPC más inflacionarios fueron, además de los combustibles y de los relacionados con el transporte, distintos tipos de servicios: relacionados con la vivienda, con los vehículos, seguros, servicios

5. Fundamentalmente tecnológicas, pero también de cualificación del trabajo y de estrategias empresariales, de funcionamiento de los mercados y de capital público productivo.



Fuente: Banco de España y Ministerio de Economía y Hacienda.

IAPC: Índice armonizado de precios al consumo. CLU: Costes laborales unitarios.

sociales, hospitalarios, financieros y de enseñanza. En estas partidas, sus precios crecieron en media anual entre un 4-5%. El resumen de las causas de la inflación se denota al reseñar que en 2005 las tasas de incremento anual fueron del 0,9% para los productos industriales sin energía, del 9,6% para los productos energéticos, del 3,4% para alimentos, bebidas y tabaco y del 3,8% para el conjunto de servicios.

1.3 Decisiones financieras de los agentes económicos

Hay tres aspectos a destacar respecto a las decisiones financieras de los agentes durante 2005 que han tenido su reflejo en la evolución de los mercados de valores. En primer lugar, la preferencia de las empresas por la financiación crediticia para cubrir sus necesidades; en segundo lugar la creciente presencia de inversores extranjeros, especialmente tomando valores de renta fija; en tercer lugar, la reducción del ahorro de las familias y su colocación en instrumentos de poco riesgo.

Como se ha señalado, las empresas continuaron durante 2005 confiando en la autofinanciación o en financiación externa mediante préstamos crediticios. La reducción de los tipos de interés ha hecho que las empresas no financieras aumentaran su apelación a esta fuente de financiación. Así, de los pasivos netos contraídos en los primeros tres trimestres (ver cuadro 1.3) un 49,4% correspondían a préstamos, porcentaje similar al de 2004, pero superior al peso que tenían a finales de los años 90 (35-40%).

Por otro lado, en 2005, las empresas han hecho un menor uso de la emisión de acciones, ya que la financiación captada por esta vía sólo ha representado algo menos que un 9% de su captación neta de pasivos. Hay que recordar que durante los años 1999-2003 supuso alrededor de un 30% de la financiación de las empresas.

Las necesidades de financiación de las empresas no financieras, principalmente, pero también de las familias, están provocando un sustancial incremento de la nece-

Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación de la economía española (en porcentaje sobre el PIB) GRÁFICO 1.12



Fuente: Banco de España, "Cuentas Financieras de la Economía Española".

* Los datos de 2005 están calculados como suma de los tres primeros trimestres de 2005 y el último de 2004.

Adquisición neta de pasivos financieros de las empresas no financieras

CUADRO 1.3

Importes en millones de euros

	2001	2002	2003	2004	2005 ¹	% var 05/04 ²
Valores distintos de acciones	-717	-2.340	-1.271	160	192	-74
Valores a corto plazo	776	-1.263	-799	418	-555	—
Valores a largo plazo	-1.493	-1.077	-473	-257	746	—
Préstamos	67.268	60.788	72.680	77.200	89.722	72
Préstamos a corto plazo	5.136	5.517	3.652	21.577	29.293	335
Préstamos a largo plazo	62.131	55.272	69.028	55.623	60.430	33
Acciones y otras participaciones	33.103	43.144	40.259	22.600	15.782	95
Acciones cotizadas	2.714	1.134	1.220	934	1.783	280
Acciones no cotizadas	18.170	27.586	24.318	8.134	4.191	-23
Otras participaciones (excluidos fondos)	12.219	14.424	14.722	13.532	9.807	-7
Reservas técnicas de seguro	-2.145	-1.606	-228	-449	-263	47
Otras cuentas pendientes de cobro	40.442	37.083	49.482	57.171	76.230	94
Total	137.950	137.069	160.922	156.682	181.666	68

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

1. Datos para los tres primeros trimestres de 2005.
2. Variación porcentual de los tres primeros trimestres de 2005 y 2004.

Importes en millones de euros

	2001	2002	2003	2004	2005 ²	% var 05/04 ³
Efectivo y depósitos ¹	16.825	28.941	54.135	14.117	32.381	103,1
Valores distintos de acciones	19.642	31.150	41.383	101.847	94.389	36,3
Préstamos	27.021	21.812	21.767	8.702	9.166	90,5
Acciones y otras participaciones	29.647	29.282	8.613	16.195	4.885	76,1
Acciones cotizadas	7.962	-707	-7.220	5.894	568	—
Acciones no cotizadas	17.153	20.299	8.325	3.061	3.439	37,5
Otras participaciones (excl. fondos)	4.749	6.054	7.013	6.627	4.244	-17,1
Participaciones en fondos de inversión	-217	3.637	495	612	-3.365	—
Otras cuentas pendientes de cobro	772	1.246	1.505	3.879	7.280	99,8
Total	93.907	112.431	127.404	144.739	148.102	53,6

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

1. Incluye el oro monetario y los DEG.
2. Datos para los tres primeros trimestres de 2005.
3. Variación porcentual de los tres primeros trimestres de 2005 y 2004.

sidad de financiación del conjunto de la economía española⁶ (véase gráfico 1.12), que alcanzó el 7,1% del PIB.

En consecuencia, durante los tres primeros trimestres de 2005 la economía española contrajo pasivos frente al resto del mundo que superaban los contraídos en todo el año 2004 (véase cuadro 1.4). Como ya ocurrió en 2004, el grueso de los nuevos pasivos correspondió a emisiones de renta fija, destacando dentro de estas las emitidas por instituciones financieras. Es decir, de manera directa, son las instituciones de crédito las que mayoritariamente están proporcionando fondos a las empresas a través de préstamos⁷, a la vez que estas obtienen financiación del resto del mundo.

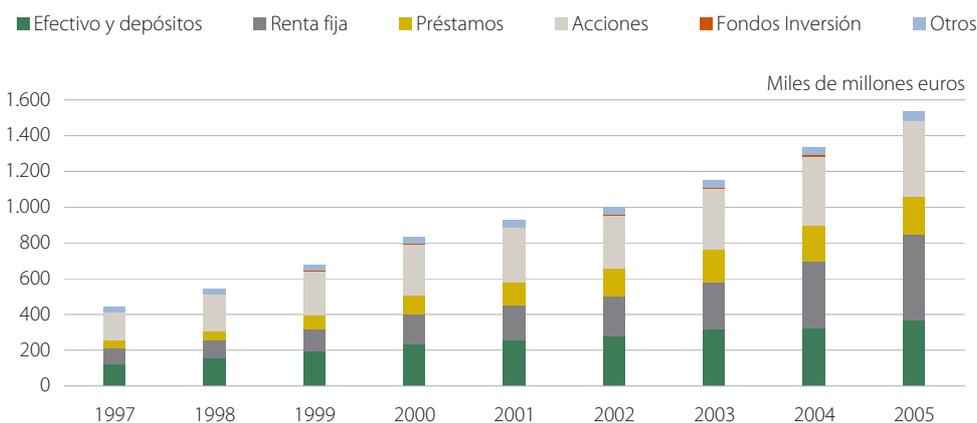
La revalorización de los activos registrada en los últimos años lleva a que la cartera de los no residentes cuente con una proporción importante de acciones, tanto cotizadas o no, así como de valores de renta fija a largo plazo (véase gráfico 1.13). Hay que recordar que los no residentes poseen alrededor de la mitad del saldo vivo de la deuda pública, y que su presencia es muy activa en la operativa bursátil⁸.

La tercera característica señalada en cuanto a las implicaciones de las decisiones de los agentes para los mercados de valores es la preferencia de las familias por productos de bajo riesgo. Los productos de ahorro preferido por los hogares han seguido

6. La necesidad de financiación de la economía española en el último trimestre de 2004 y los tres primeros de 2005 fue del 6,2% del PIB, frente al 4,8% del año 2004.
7. El valor de los préstamos contraídos por las sociedades no financieras frente a las instituciones financieras monetarias fue de 86,6 millardos de euros en los tres primeros trimestres de 2005, frente a los 46,4 millardos del mismo periodo de 2004.
8. Véase anexos I.3 a I.5.

Composición del activo financiero en activos españoles de los no residentes

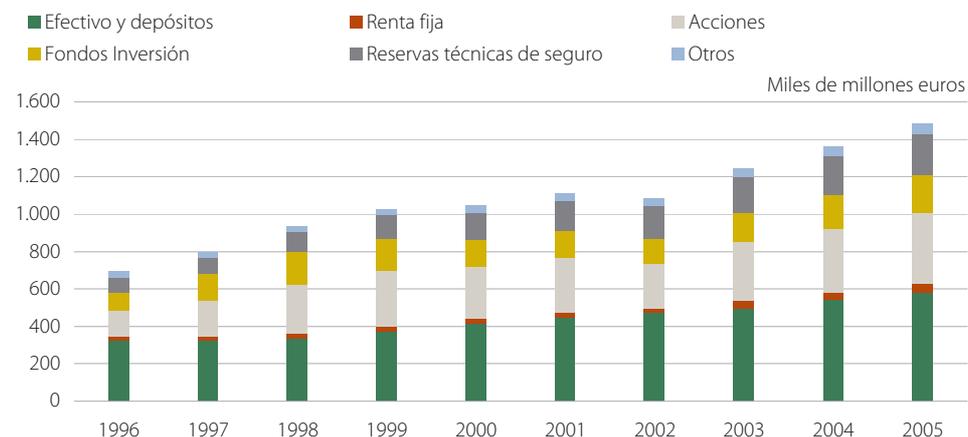
GRÁFICO 1.13



Fuente: Banco de España, "Cuentas financieras de la economía española". Ver anexo I.2.

Composición del activo financiero de los hogares

GRÁFICO 1.14



Fuente: Banco de España, "Cuentas financieras de la economía española". Ver anexo I.2.

siendo los depósitos bancarios (cuya demanda creció un 17,4%), a pesar de su reducida remuneración, seguidos por los fondos de inversión (aumento del 25,6%) y planes de pensiones (aumento del 49%).

La composición de la cartera de los hogares se ha seguido materializando, en primer lugar, en efectivo y depósitos, seguidos por acciones. El crecimiento de la riqueza materializada en acciones se debe en gran medida a la revalorización registrada por estos instrumentos. De hecho, a pesar de que la adquisición de acciones sólo aumenta un 6,2%, el saldo mantenido en estos instrumentos creció un 12,2%. También destaca la escasa revalorización de las participaciones en planes de pensiones ya que, aunque los hogares incrementan su compra en un 49%, su valor en la cartera sólo aumenta un 6,6% (ver anexo I.2 y gráfico 1.14).

Importes en millones de euros

	2001	2002	2003	2004	2005 ²	% var 05/04 ³
Efectivo y depósitos	29.072	36.701	29.202	46.470	35.596	17,4
Valores distintos de acciones	344	2.355	2.283	3.607	2.669	4,8
Acciones y otras participaciones	3.419	5.980	22.623	13.103	14.489	6,2
Acciones cotizadas	-526	2.385	-735	-1.025	431	-78,5
Acciones no cotizadas	-2.811	282	4.558	628	-715	—
Otras participaciones (excl. fondos)	1.437	1.526	910	884	407	-38,9
Participaciones en fondos de inversión	5.319	1.788	17.890	12.841	14.534	25,6
Acc. emitidas por sociedades de inversión	0	0	0	-225	-168	—
Reservas técnicas de seguro ⁴	17.520	18.248	14.105	14.338	11.069	49,0
Otras cuentas pendientes de cobro	-978	-2.465	3.416	5.079	5.585	-16,0
Total	49.377	60.819	71.629	82.598	69.408	14,6

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

1. Incluye a las instituciones privadas sin ánimo de lucro.
2. Datos para los tres primeros trimestres de 2005.
3. Variación porcentual de los tres primeros trimestres de 2005 y 2004.
4. Incluye planes de pensiones.

1.4 Contexto de los mercados españoles

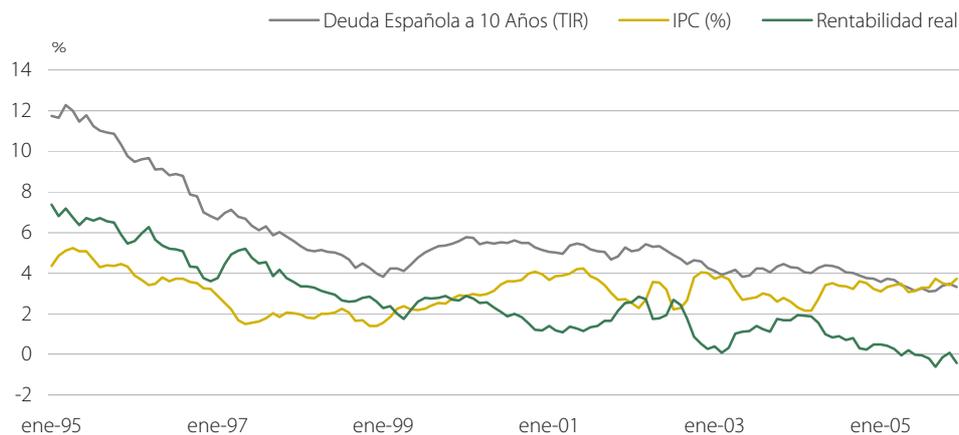
El contexto de la economía española y de las condiciones financieras ha sido favorable para los mercados financieros españoles. Como se recogía en el gráfico 1.3, el Banco Central Europeo mantuvo hasta final de 2005 los tipos oficiales sin cambios. La estabilidad de las expectativas inflacionistas y la holgura en las condiciones financieras contribuyeron a que la rentabilidad a medio y largo plazo descendiera ligeramente en España durante el año, aunque en el último mes se estabilizó. La consecuencia de ese descenso en la rentabilidad, junto con la tendencia de la inflación a elevarse, ha producido el resultado de que los tipos de interés en términos reales se han mantenido en una zona próxima a cero o incluso se han situado en términos negativos (véase gráfico 1.15).

La curva de tipos de interés se desplazó hacia abajo durante la primera mitad del año 2005, reflejando la holgura financiera. La subida de tipos de interés oficiales hizo que a finales de año se elevaran los tipos de corto plazo, con el resultado de un ligero aplanamiento de la curva que, no obstante, mantiene una pendiente positiva (véase gráfico 1.16).

Las condiciones financieras también parecen haber podido influir en la aversión al riesgo de los ahorradores españoles, ya que ésta parece haber ido descendiendo a lo largo de los últimos tres años. Como se muestra en el gráfico 1.17, sólo a finales de 2005 parece haberse frenado la tendencia al descenso.

Rentabilidad de la deuda a largo plazo

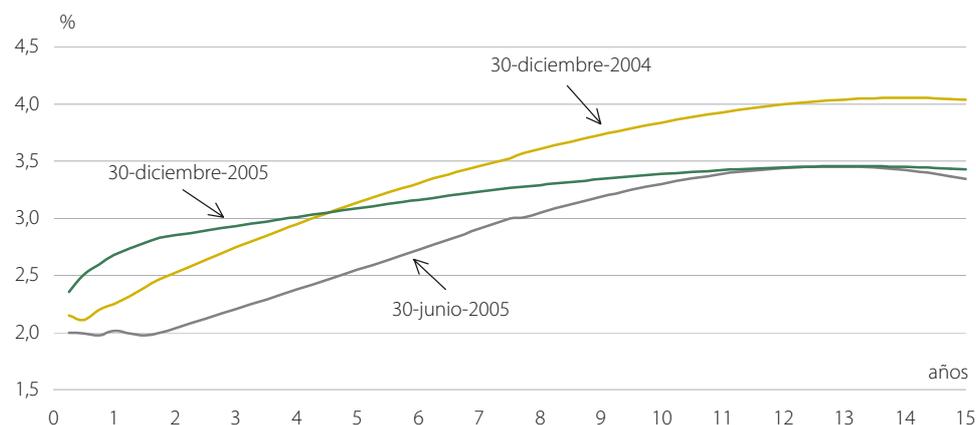
GRÁFICO 1.15



Fuente: Datastream y elaboración propia.

Evolución de la curva de tipos de interés

GRÁFICO 1.16



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

En el caso de la renta variable, el comportamiento de los mercados ha sido también muy positivo en 2005, ya que el índice Ibex 35 alcanzó una revalorización del 18,2%, lo que supone la prolongación por tercer año consecutivo de la etapa alcista. Además, se debe señalar que la rentabilidad de la inversión en la bolsa española es superior a lo reflejado en el índice de precios, debido a la distribución de dividendos o a otras vías de remuneración como la devolución de primas, que han recuperado protagonismo en los últimos años. Específicamente, la devolución de primas de emisión se duplicó en 2005 debido a la distribución de acciones por Telefónica a través de este procedimiento⁹.

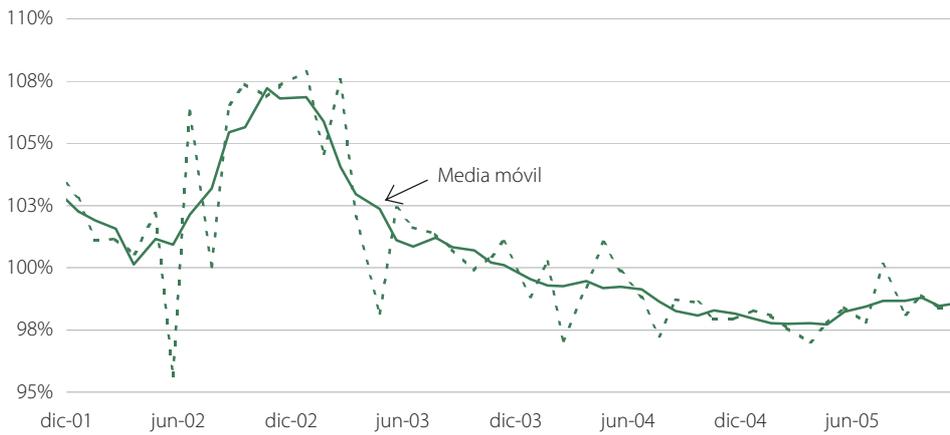
Este cambio en la política de remuneración a los accionistas se inició tras la crisis de 2000, cuando finalizó una etapa, durante la cual muchas empresas habían seguido

9. Por este procedimiento, Telefónica entregó una acción por cada veinticinco poseídas por sus accionistas.

Índice de aversión al riesgo¹

GRÁFICO 1.17

Mercados y emisores
Panorámica general

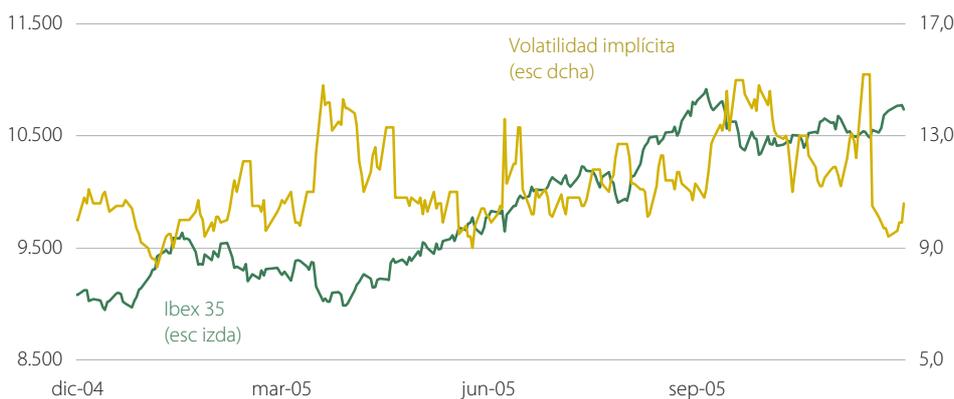


Fuente: Aparicio Roqueiro, Carlos. La aversión al riesgo en el mercado español de renta variable y sus determinantes. Monografías CNMV. N° 9. 2005.

1. Indicador Spline.

Evolución del Ibex 35 y de su volatilidad implícita¹

GRÁFICO 1.18



Fuente: Bolsas y Mercados Españoles.

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

una política de “creación de valor”, o de retención de beneficios para financiar las inversiones que estaban realizando en los sectores considerados de crecimiento.

La corrección de la evolución del Ibex 35 para incluir los pagos por dividendos¹⁰ (ver gráfico 1.19) indica un mayor crecimiento en la rentabilidad ofrecida por la renta variable española en los últimos años; específicamente ha sido un 22% en 2005 y un 21,1% en 2004.

10. En este índice, a diferencia del Ibex 35, se realizan ajustes para considerar los pagos de dividendos, y otras retribuciones a los accionistas asimilables, en el momento en que se produzcan. Para más información consúltese la página web de Sociedad de Bolsas, www.sbolsas.com.

Remuneración a los accionistas

CUADRO 1.6

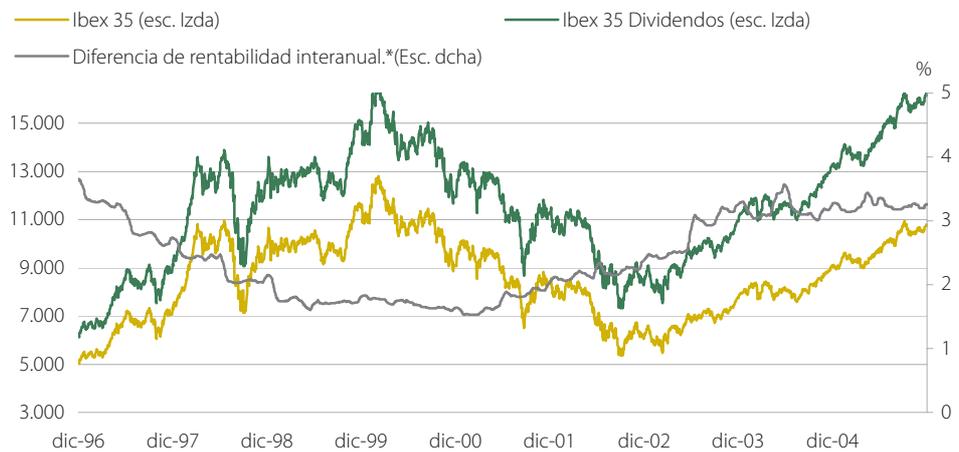
	Dividendos	Devolución de primas de emisión	Reducción de nominal con devolución de aportaciones	Total	Total / capitalización año anterior
2000	7.011,7	51,2	323,4	7.386,4	1,6%
2001	8.474,4	42,0	217,2	8.733,6	1,7%
2002	8.446,8	28,8	223,8	8.699,3	1,8%
2003	9.411,5	2.480,8	273,0	12.165,2	3,3%
2004	11.678,0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

Fuente: Bolsas y Mercados Españoles.

1. De enero a noviembre de 2005.

Dividendos de las empresas del Ibex 35

GRÁFICO 1.19



Fuente: Sociedad Bolsas.

* Diferencia en la rentabilidad anual entre el Ibex 35 con dividendos y el Ibex 35. Media móvil mensual.

2 Mercados de renta variable

En este capítulo se describe la evolución de las bolsas españolas y del sistema organizado de negociación Latibex, en el que se negocian acciones de empresas latinoamericanas en euros.

La evolución de la renta variable española se caracterizó en el año 2005 por las subidas de precios, que se reflejaron en el aumento de la capitalización y también de la contratación.

La capitalización se incrementó un 17,3% y alcanzó los 657.132 millones de euros, exclusivamente gracias al mencionado aumento en los precios, ya que en 2005 el valor de las exclusiones superó al de las ampliaciones de capital y admisiones a cotización. Precisamente, en 2005 el mercado primario de acciones estuvo marcado por las salidas de bolsa de empresas de tamaño medio debido a decisiones de la empresa matriz o fruto de tomas de capital previas por entidades de capital riesgo.

La contratación alcanzó un valor de 853.588 millones de euros, un 32,9% más que en el año anterior. Aunque el incremento del precio de los títulos fue el principal causante del aumento del valor de la negociación, éste también se debió al aumento del número de órdenes y operaciones, lo que produjo una mayor liquidez del mercado.

Respecto a Latibex, el extraordinario aumento en la rentabilidad de las empresas, un 83,9%, explicó las grandes subidas en su contratación y capitalización. Esta subida se debió tanto a la buena evolución de estas empresas como a la apreciación de las divisas latinoamericanas.

2.1 Tamaño del mercado

2.1.1 Capitalización bursátil

La capitalización de la bolsa española creció un 17,3% en 2005 (véase cuadro 2.1), en paralelo con el incremento del precio de las acciones, como muestra la subida del Ibex 35 en un 18,2%. El hecho de que el crecimiento de la capitalización fuera ligeramente inferior al del índice se debió a las salidas del mercado de empresas de tamaño medio, como se explicará en el siguiente apartado.

Capitalización de la renta variable en las bolsas españolas¹

CUADRO 2.1

Importe en millones de euros

	2002	2003	2004	2005	% var 05 / 04
Total bolsas	367.313,3	464.480,5	560.271,7	657.132,1	17,3
Mercado continuo	339.634,5	433.971,0	525.695,1	616.684,7	17,3
Nacional	302.643,0	384.338,6	470.960,6	552.372,1	17,3
Extranjero ²	36.991,5	49.632,4	54.734,6	64.312,7	17,5
Corros³	27.295,8	30.139,9	34.284,0	40.140,1	17,1
Madrid	21.121,8	23.146,8	21.278,8	24.936,2	17,2
Barcelona	4.095,3	5.216,5	8.392,5	10.086,7	20,2
Bilbao	1.727,4	3.467,8	2.472,3	2.919,5	18,1
Valencia	2.330,5	3.182,3	4.910,8	4.832,0	-1,6
2º Mercado	383,0	369,5	292,5	307,4	5,1

Fuente: CNMV.

1. Se incluye únicamente la capitalización de empresas que hayan tenido negociación durante el año.
2. No incluye Latibex.
3. Incluye a las sociedades de inversión registradas como IIC en la CNMV.

La evolución de la capitalización por sectores (véase cuadro 2.2) también refleja las diferentes variaciones en sus precios. Casi todos ellos tuvieron aumentos destacados y sólo se redujo en el caso de transportes y comunicaciones, por el descenso de Telefónica. Hay que destacar que esta compañía, tradicionalmente la de mayor capitalización de la bolsa española, fue superada durante el año por el Banco Santander Central Hispano (BSCH).

La capitalización del mercado español, como puede apreciarse en el cuadro 2.3, siguió muy concentrada en un número relativamente pequeño de valores¹. Así, las tres mayores empresas nacionales² suponen el 29,8% de la capitalización total del mercado continuo y las empresas pertenecientes al índice Ibex 35 al cierre del año, el 77,9%³.

La bolsa española muestra un tamaño relativo al PIB similar a la de otros países europeos. En términos de capitalización en relación al PIB, la bolsa española se sitúa por detrás de la bolsa de Londres y de Euronext. Según el ratio de contratación en relación al PIB, el mercado español se situaría en segundo lugar, tras la bolsa de Londres (véase cuadro 2.4).

1. Véase anexo I.10 y anexo I.11, para un mayor detalle sobre la concentración sectorial de la capitalización.
2. Banco Santander Central Hispano, Telefónica y Banco Bilbao Vizcaya Argentaria.
3. Véase anexo I.12 y anexo I.13 para un mayor detalle relativo a las empresas del Ibex 35.

Capitalización en millones de euros

Sector	Número		Capitalización		
	2004	2005	2004	2005	% var 05/04
Petróleo	2	2	31.338,7	40.460,5	29,1
Energía y agua	11	11	58.843,7	74.707,0	27,0
Minería y metálicas básicas	11	10	15.407,3	18.278,0	18,6
Cementos y mat. construcción	6	6	3.089,8	4.195,3	35,8
Químicas	4	4	18.005,1	25.789,5	43,2
Textil y papeleras	20	20	16.315,3	20.829,2	27,7
Metal mecánica	17	14	33.009,8	35.552,3	7,7
Alimentación	19	18	15.992,2	19.049,6	19,1
Construcción	7	7	24.022,9	36.968,8	53,9
Inmobiliarias	31	30	11.561,8	21.582,6	86,7
Transportes y comunicaciones	9	9	125.008,8	121.302,0	-3,0
Otros no financieros	24	22	34.931,5	33.831,3	-3,1
Total sector no financiero	161	153	387.526,8	452.546,0	16,8
Bancos	15	15	136.265,0	163.142,2	19,7
Seguros	3	2	4.063,1	5.099,1	25,5
Sociedades de cartera	18	15	3.425,7	2.322,1	-32,2
SICAV ²	3.087	3.112	28.991,1	34.022,7	17,4
Entidades de financiación	0	1	—	0	—
Total sector financiero	3.123	3.145	172.744,9	204.586,1	18,4
Total	3.284	3.298	560.271,7	657.132,1	17,3

Fuente: CNMV.

1. No incluye sociedades negociadas en Latibex. Capitalización a final del periodo.
2. Incluye sociedades de inversión mobiliaria de capital variable (SICAV) y sociedades de inversión mobiliaria (SIM).

Concentración de la capitalización de la renta variable¹

CUADRO 2.3

Nº de empresas necesarias para alcanzar un determinado porcentaje

	2004				2005			
	25%	50%	75%	100%	25%	50%	75%	100%
Total bolsas	3	8	25	3.284	2	8	23	3.298
Mercado continuo	3	7	19	128	3	8	20	126
Nacional	2	6	17	122	3	7	19	121
Extranjero ²	1	2	3	6	1	2	2	5
Corros	17	148	753	3.139	16	149	764	3.158
Segundo Mercado	1	2	5	17	1	2	3	14

Fuente: CNMV.

1. Capitalización a final de cada ejercicio.
2. No incluye Latibex.

Capitalización y contratación bursátil en 2005

CUADRO 2.4

	Capitalización/PIB (%)	Contratación/PIB (%)
Nueva York	106,7	113,2
Estados Unidos ¹	136,2	198,7
Tokio	107,2	98,7
Londres	147,1	258,6
Euronext ²	87,2	89,1
Alemania	46,2	55,2
Italia	49,2	56,6
España	72,7	94,4

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

1. El numerador es la suma de NYSE, Nasdaq y American SE.
2. El denominador es la suma de los PIB de Francia, Holanda, Bélgica y Portugal.

2.1.2 Sociedades cotizadas

Al terminar 2005, el número de empresas admitidas a negociación en las bolsas españolas, sin considerar las sociedades de inversión de capital variable (SICAV), era de 187, lo que supone una nueva reducción (de 11 sociedades) respecto al año anterior (véase cuadro 2.5). Entre las sociedades excluidas del mercado continuo destacan empresas de tamaño medio como Terra Networks, Amadeus o Aldeasa.

De las cuatro incorporaciones que tuvieron lugar en el año en el mercado continuo, sólo una provino de una empresa no cotizada, Corporación Dermoestética, mientras que las otras tres eran empresas negociadas anteriormente en corros.

Sociedades cotizadas en las bolsas españolas

CUADRO 2.5

	Total bolsa	Total bolsa Ex SICAV	Mercado continuo ¹			Corros		Segundo Mercado
			Total	Nacional	Extranjeras	Ex SICAV	SICAV	
Nºtotal de sociedades:								
Admitidas a 31/12/04	3.284	198	128	122	6	53	3.086	17
Admitidas a 31/12/05	3.298	187	126	121	5	47	3.111	14
Altas en 2005	59	5	4	4	0	0	54	1
Nuevas admisiones	56	2	1	1	0	0	54	1
Altas por fusión	0	0	0	0	0	0	0	0
Cambio de mercado	3	3	3	3	0	0	0	0
Bajas en 2005	45	16	6	5	1	6	29	4
Exclusiones	37	12	5	4	1	3	25	4
Exclusiones por fusión	5	1	1	1	0	0	4	0
Cambio de mercado	3	3	0	0	0	3	0	0
Variación neta 2005	14	-11	-2	-1	-1	-6	25	-3

Fuente: CNMV.

1. No incluye Latibex.

2.1.3 Exclusiones de negociación

En 2005, se produjeron 42 exclusiones de cotización de los mercados de valores nacionales⁴, de las que seis empresas se negociaban en el mercado continuo, cuatro en el segundo mercado y 32 en el de corros.

En comparación con el año anterior hubo menos exclusiones, pero de empresas de mayor tamaño. Las empresas excluidas habían tenido a finales de 2004 una capitalización de 16.888 millones de euros, un 3,2% del valor total de las acciones negociadas en el mercado continuo al cierre de ese año.

Entre las empresas excluidas destacaron Terra Networks, absorbida por Telefónica, y la alemana Volkswagen, que dejó de cotizar en la bolsa española. También fueron relevantes las exclusiones promovidas por entidades de capital riesgo, que se explican con más detalle en el siguiente apartado.

Las exclusiones de bolsa por compras previas del capital riesgo

Algunas de las principales exclusiones del mercado continuo español (Amadeus, Cortefiel y Recoletos) en 2005 se encuadran dentro de las operaciones “*public to private*” realizadas por entidades de capital riesgo, que consisten en la compra de participaciones significativas de una empresa cotizada, mediante oferta pública de adquisición (OPA), con la intención de excluirla del mercado.

Estas operaciones, hasta ahora escasas en el mercado español pero habituales en otros mercados, se han producido en un contexto de auge de la actividad del capital riesgo en nuestro país (véase capítulo 9). Con anterioridad, sólo la exclusión de Parques Reunidos en 2004 había sido promovida por entidades de capital riesgo. El tamaño de esta empresa (cuya capitalización era de 165,8 millones de euros) era significativamente inferior a los 6.731,9 millones de euros de Amadeus, Cortefiel y Recoletos.

Un aspecto a destacar en estas operaciones es el elevado valor efectivo de las OPA previas a la exclusión. En el periodo 2001-2005, el valor efectivo de las OPA previas a la exclusión de entidades promovidas por el capital riesgo alcanzó los 6.089,4 millones de euros frente a los 4.240,6 millones de euros de las 33 OPA no vinculadas al capital riesgo.

El interés del capital riesgo en las operaciones “*public to private*” en España se explica por diversos factores:

- i. Los bajos tipos de interés están permitiendo que las entidades de capital riesgo puedan estructurar operaciones apalancadas (“*leveraged buyout*”), financiadas con un elevado porcentaje de deuda, con buenas expectativas de rentabilidad. Éste fue el caso de las compras de Amadeus y Cortefiel.

4. Véase anexo A.I.8.

- ii. La liquidez existente en el sector y la acumulación de fondos pendientes de invertir, sobre todo de operadores internacionales, cuya presencia en España es cada vez mayor. Ello hizo que aumentara el tamaño de las empresas susceptibles de compra.
- iii. La mayor asunción de riesgo por parte de los bancos especializados en la financiación de este tipo de operaciones.

Estas operaciones también son atractivas para las empresas vendedoras. Por un lado, su venta a empresas de capital riesgo constituye un medio eficiente para la salida de los fundadores, en empresas de carácter familiar, o de desinversión de participaciones industriales estratégicas. Por otro lado, en el momento actual, la competencia entre los operadores internacionales está ejerciendo una presión al alza sobre los precios de compra, de forma que las entidades de capital riesgo han estado dispuestas a pagar un mayor precio por las sociedades cotizadas respecto a la valoración del mercado y a los factores fundamentales de la sociedad.

Los precios pagados en las ofertas de compra previas a la exclusión así lo corroboraron. La prima media de liquidez pagada en las OPA de exclusión respecto a la cotización media del último semestre natural anterior a la presentación de la OPA fue del 30,4% en operaciones lideradas por las entidades del capital riesgo, frente a una prima media del 28,2% en los demás casos (para el periodo 2001-2005).

Las diferencias son incluso más significativas en términos del ratio precio beneficio o PER, que, calculado con el beneficio neto individual, alcanza la cifra de 46,0 en las empresas compradas por entidades de capital riesgo frente a 33,5 en el resto.

2.2 Emisiones y ofertas públicas de venta

Las ampliaciones de capital se redujeron drásticamente en 2005, tanto en número como en importe (véase cuadros 2.6 y 2.7). No obstante, debe tenerse en cuenta que 2004 fue un año excepcional debido a la operación realizada por el BSCH para la adquisición del banco británico Abbey National Bank⁵.

Por su valor, destacaron las ampliaciones de Metrovacesa y de Banco Popular⁶, que supusieron el 35,7% y el 28,3% del total ampliado en el mercado. Otras operaciones destacadas fueron las de Sogecable, el Grupo Empresarial Ence, Ercros y Sos Cueta⁷. El Banco Bilbao Vizcaya Argentaria registró una ampliación en la CNMV que no llegó a realizarse.

En cuanto a las ofertas públicas de venta (OPV), sólo se realizaron dos operaciones, ambas por Corporación Dermoestética para su salida a bolsa.

5. El importe efectivo de esta operación fue de 12.756 millones de euros.

6. Esta operación se realizó a través de un procedimiento acelerado de ampliación (*"accelerated book-building"*), siendo todas las acciones suscritas por Goldman Sachs Int. en su propio nombre, pero por cuenta de los inversores finales. Previamente a la admisión de las nuevas acciones a cotización oficial, se realizó una operación bursátil especial de transmisión de acciones a los inversores finales.

7. Véase anexo I.7.

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta¹

CUADRO 2.6

Mercados y emisores
Mercados de renta variable

	Número de emisores		Número de emisiones	
	2004	2005	2004	2005
Ampliaciones de capital	31	23	36	25
De las cuales OPS ²	3	0	3	0
con tramo nacional	3	0	3	0
con tramo internacional	2	0	2	0
Ofertas públicas de venta (OPV)	6	1	6	2
De las cuales con tramo nacional	5	1	5	1
De las cuales con tramo internacional	2	1	2	2
Total	37	24	42	27
Pro memoria: salidas a bolsa:				
Mediante OPV u OPS ²	3	1	3	2

Fuente: CNMV.

1. Se incluyen todas las operaciones registradas, incluida la del BBVA que no llegó a realizarse.
2. Oferta pública de suscripción de derechos, previa renuncia de los accionistas a su derecho de suscripción preferente.

Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta: importe efectivo¹

CUADRO 2.7

Importes en millones de euros

	2004	2005	% var
			05/04
Ampliaciones de capital	18.748,0	2.803,4	-85,0
De las cuales OPS	1.101,9	—	—
con tramo nacional	537,9	—	—
con tramo internacional	564,0	—	—
Ofertas públicas de venta(OPV)	2.987,6	157,1	-94,7
De las cuales con tramo nacional	1.664,4	54,6	-96,7
De las cuales con tramo internacional	1.323,2	102,5	-92,3
Total	21.735,6	2.960,5	-86,4
Pro memoria: salidas a bolsa			
Mediante OPV u OPS ²	2.015,1	157,1	-92,2

Fuente: CNMV.

1. La ampliación del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria en 2005 no se incluye en estas cifras, porque no se llegó a hacer efectiva, debido a que estaba destinada a la compra frustrada de BNL.
2. Oferta pública de suscripción de derechos, previa renuncia de los accionistas a su derecho de suscripción preferente.

2.3 Negociación

2.3.1 Negociación al contado

Como se ha comentado, la contratación bursátil creció de manera destacada en 2005, no sólo por el aumento de los precios de las acciones negociadas, sino también por el incremento del número de operaciones cruzadas y de las órdenes. En 2005, el número de operaciones fue de 17,1 millones, un 25,7% más que en 2004; y el total de órdenes fue 31,9 millones, lo que supone un incremento del 24,4%.

La negociación se concentra en el mercado continuo. En éste ámbito ha destacado el fuerte aumento de la contratación de empresas extranjeras, especialmente debido a la actividad sobre Jazztel.

Contratación de la renta variable

CUADRO 2.8

Importes en millones de euros

	2002	2003	2004	2005	% var 05 / 04
Total bolsas	444.935,53	495.493,95	642.108,80	853.588,1	32,9
Mercado continuo	439.739,84	489.307,27	636.527,38	847.663,7	33,2
Nacional	435.420,76	486.798,97	630.361,68	832.548,6	32,1
Extranjero ¹	4.319,08	2.508,30	6.165,69	15.115,1	145,1
Corros	4.967,27	4.444,72	5.193,68	5.898,5	13,6
Madrid	3.235,30	3.009,83	3.316,03	3.671,1	10,7
Barcelona	948,62	871,13	1.123,63	1.560,2	38,9
Bilbao	297,81	147,45	212,65	241,7	13,7
Valencia	485,54	416,31	541,38	425,5	-21,4
Segundo Mercado	17,90	13,34	21,31	25,9	21,8

Fuente: CNMV.

1. No incluye Latibex.

Dentro del mercado continuo, la contratación en sesión es la principal modalidad y en ella destacó el aumento en la negociación realizada a través de órdenes y a través de bloques (véase cuadro 2.9). Esta última es especialmente importante para la operativa de inversores institucionales en las acciones españolas que forman parte de índices internacionales. Por otra parte, la escasez de las salidas a bolsa provocó el fuerte descenso de la contratación por OPV, mientras que lo contrario ocurrió en las operaciones realizadas por OPA.

El mercado continuo registró un significativo aumento en su liquidez, como se aprecia en la evolución de la rotación (gráfico 2.1) y en su profundidad, ya que es nece-

sario introducir órdenes por un mayor valor relativo para tener capacidad de alterar los precios del mercado⁸.

Mercados y emisores
Mercados de renta variable

La contratación se concentra en los sectores bancario, transportes y comunicaciones y energía y agua (cuadro 2.10). En 2005, a pesar del descenso en su precio, Telefó-

Contratación según modalidades en el mercado continuo¹

CUADRO 2.9

Importes en millones de euros

	2002	2003	2004	2005	% var 05/04
En sesión	406.062,2	455.745,8	599.874,2	800.550,0	33,5
Órdenes	259.160,7	272.384,1	353.532,0	490.031,7	38,6
Aplicaciones	75.910,0	60.127,7	71.360,1	82.403,1	15,5
Bloques	70.991,5	123.233,9	174.982,0	228.115,1	30,4
Fuera de hora	18.685,0	15.947,6	26.037,3	27.863,0	7,0
Autorizadas	4.822,4	3.009,8	1.367,2	4.773,4	249,2
Oper. LMV Art 36.1	2.116,1	4.704,1	826,0	1,3	-99,8
OPA	1.571,2	4.823,7	1.698,8	6.682,8	293,4
OPV	1.800,5	417,4	3.057,2	226,4	-92,6
Tomas de razón	566,5	747,8	278,5	2.298,9	725,4
Ejercicio de opciones	4.096,9	3.911,0	3.388,3	5.268,0	55,5
Contratación total	439.720,8	489.307,3	636.527,4	847.663,7	33,2

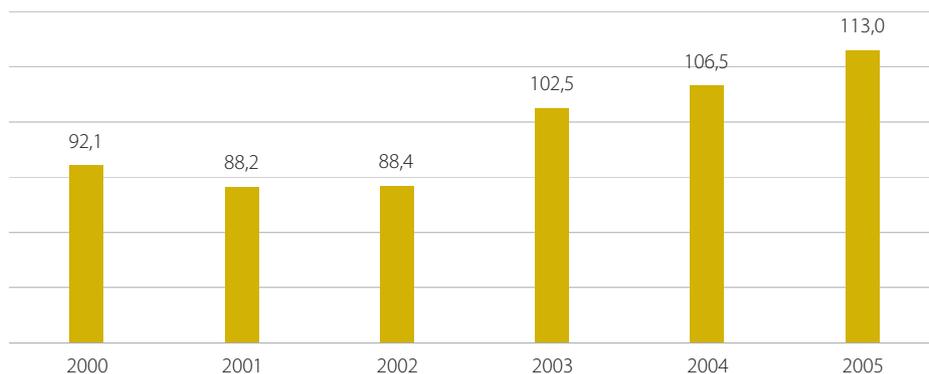
Fuente: CNMV.

1. No incluye datos para Latibex.

Rotación¹ en el mercado continuo

GRÁFICO 2.1

Contratación / capitalización (%)



Fuente: CNMV.

1. Ratio porcentual entre contratación total anual sobre promedio de la capitalización durante el año.

8. La Sociedad de Bolsas publica datos relativos a la profundidad del mercado, entendida como el valor de las órdenes necesario para alterar el Ibex 35 en un 1,0%. Para 2004, este efectivo suponía un 0,025% de la capitalización y para 2005 un 0,037%.

Distribución sectorial de la contratación bursátil

CUADRO 2.10

	2004	2005
Bancos	37,8	35,3
Transportes y comunicaciones	22,9	21,3
Energía y agua	12,3	13,6
Petróleo	8,2	7,8
Alimentación	3,6	3,6
Construcción	3,0	3,9
Textil y papeleras	1,6	1,9
Otros*	10,6	12,6

Fuente: CNMV.

* Otros incluye inmobiliarias, minería y metálicas básicas, químicas, metal mecánica, cementos y materiales de construcción, entidades de financiación, sociedades de cartera, seguros, SICAV, y otros no financieros.

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

CUADRO 2.11

Nº de empresas necesarias para alcanzar un determinado porcentaje

	2004				2005			
	25%	50%	75%	100%	25%	50%	75%	100%
Total bolsas	2	3	8	3.258	2	3	9	3.303
Mercado continuo	2	3	7	134	2	3	9	132
Nacional	2	3	7	128	2	3	8	126
Extranjero	1	1	2	6	1	1	2	6
Corros	23	95	284	3.104	9	58	231	3.156
2º Mercado	1	1	2	20	1	1	2	15

Fuente: CNMV.

nica se mantuvo como la empresa más negociada en la bolsa española, ligeramente por delante del Banco Santander Central Hispano.

Las tres mayores empresas del mercado continuo⁹ suponen más de la mitad de la contratación total en los mercados (véase cuadro 2.11). Si se consideran las empresas pertenecientes al Ibex 35 al cierre del año, su porcentaje alcanza el 92,0% del total negociado en la bolsa .

La negociación en las bolsas se lleva a cabo por las entidades que son miembros de las mismas. El número de miembros se redujo en 2005 (véase cuadro 2.12). El principal grupo son las sociedades de valores (39), seguido por las entidades de crédito (15). Aunque lo más frecuente es que estas entidades sólo sean miembros de una o dos bolsas, existían cuatro entidades con presencia en todas ellas¹⁰. Un cambio a

9. Son Telefónica (18,8%), BSCH (18,7%) y BBVA (12,9%).

10. Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Banesto Bolsa, Renta 4 y Santander Investment Bolsa.

destacar en esta composición es la baja de la sociedad Invercaixa, ya que La Caixa pasó a operar directamente como miembro¹¹.

Miembros de las bolsas de valores

CUADRO 2.12

	2004	2005
Bolsa de Madrid	56	53
Bolsa de Barcelona	36	34
Bolsa de Bilbao	9	9
Bolsa de Valencia	20	25
Total bolsas de valores	68	66

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

Mercado Alternativo Bursátil

El marco legal de las instituciones de inversión colectiva (IIC), recogido en la Ley de IIC de 2003¹ y su desarrollo reglamentario² permiten que la cotización en bolsa de las SICAV sea opcional, siempre y cuando se establezca un mecanismo de provisión de liquidez a sus acciones. Por ello, actualmente los métodos que tienen estas sociedades para proporcionar liquidez a sus acciones son: (i) establecer un régimen análogo al de los fondos para suscripciones y reembolsos, (ii) cotizar en un sistema organizado de negociación (SON) o (iii) mantener la negociación en una bolsa de valores.

BME ha creado un SON, con el nombre de Mercado Alternativo Bursátil (MAB), para la negociación de acciones de SICAV y otros valores que requieran un régimen singular, como las compañías de baja capitalización. Este sistema fue autorizado por acuerdo del Consejo de Ministros³ y está bajo la supervisión de la CNMV. Sus primeras pruebas técnicas de funcionamiento se iniciaron en febrero de 2006.

A este sistema de negociación podrán incorporarse tanto las SICAV cotizadas en bolsa, tras acuerdo de su junta de accionistas, como las SICAV de nueva creación que hayan designado como entidad encargada del registro a Iberclear o a alguno de los servicios de compensación y liquidación de las bolsas españolas. Una de las características del MAB, que puede ser atractiva para las SICAV, es su oferta de servicios que facilitan el cumplimiento de la normativa de IIC, como son:

- Liquidez: La plataforma tecnológica del SIBE permitirá realizar dos tipos de contratación:

- i. Segmento de operaciones a valor liquidativo. En el se podrán introducir órdenes especificando el volumen de la operación pero no el precio, que se determinará al final de la sesión según el valor liquidativo de la SICAV. Estas órdenes pueden ser introducidas tanto por el gestor de la SICAV, si éste participa en el MAB, como por un miembro de mercado.
 - ii. Segmento *fixing*, a través de un sistema de subasta con fijación de precios en dos momentos del día. En el se introducen órdenes que especifican tanto el volumen como los precios. En esta modalidad, similar a la existente para otras empresas, la gestora no puede actuar directamente en el mercado, sino que debe hacerlo a través de un intermediario.
- Servicios de *back-office*: Una vez finalizada la negociación, el MAB se encarga de las tareas administrativas posteriores, incluida la elaboración y puesta a disposición de la información de precios y valores liquidativos que exige la regulación. La liquidación se realizará a través de Iberclear, con los mismos procedimientos y plazos que para el resto de las acciones.
 - Difusión de información a través del sistema y medios de comunicación habituales para las Bolsas.

1. Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.
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 instituciones de inversión colectiva, y se adapta el régimen tributario de las instituciones de inversión colectiva (artículos del 51 al 54).
3. Acuerdo del Consejo de Ministros de 30/12/2005.

2.3.2 Crédito para operaciones bursátiles y préstamo de valores

La normativa española permite realizar operaciones bursátiles con crédito de efectivo para compra de acciones¹² y de valores para su venta¹³.

La operativa de préstamo de valores permite a los inversores las ventas al descubierto, y con ello se incrementa la liquidez general del mercado. En 2005, el volumen contratado a través de operaciones de préstamo de valores subió un 28,7% (ver cuadro 2.13).

12. Estos créditos al mercado se hayan regulados en la Orden ministerial de 25 de marzo de 1991 sobre sistema de crédito en operaciones bursátiles.

13. Operaciones realizadas (i) o al amparo de la Orden de 25/03/1991, sobre sistema de crédito en operaciones bursátiles de contado o (ii) de la Ley del Mercado de Valores, artículo 36.7 y de la Orden ECO/764/2004.

Importes en millones de euros

	Crédito para venta de valores ¹		Préstamo de valores ²	
	Saldos vivos	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

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.

Crédito para compra de valores¹

CUADRO 2.14

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

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

Durante 2005, se autorizaron 13 ofertas públicas de adquisición de valores (OPA)¹⁴, aunque cuatro de ellas no llegaron a finalizarse (véase cuadro 2.15). El importe de las operaciones fue muy superior al de 2004, ya que: (i) se centraron en empresas de mayor tamaño, (ii) se hicieron por el total de las acciones de las empresas en general, y (iii) en la mayoría de los casos, el oferente no poseía previamente parte de la propiedad de la empresa.

Doce de las OPA autorizadas se formularon sobre la totalidad de las acciones. De éstas, la finalidad de nueve fue la toma de control; en un caso, el aumento de la participación de los accionistas de control y, en dos de ellas, la adquisición de acciones propias para la solicitud de exclusión de negociación. La oferta restante se dirigió

14. Véase anexo I.14.

sólo a una parte de las acciones, y obtuvo un resultado negativo, al no alcanzar el límite mínimo fijado por el oferente. Entre las mencionadas operaciones, destacan las realizadas por fondos de capital riesgo, que se han descrito en el primer epígrafe.

Ofertas públicas de adquisición de valores

CUADRO 2.15

Importes en millones de euros

	2001	2002	2003	2004	2005
Autorizadas¹					
Número	19	17	13	9	13
Importe potencial ²	7.865	5.589	7.535	2.048	7.511
Realizadas³					
Número	18	17	12	9	9
Importe	4.648	4.318	4.335	1.973	6.822

Fuente: CNMV.

1. Autorizadas en el ejercicio.
2. No incluye el importe de las operaciones en que hubo desistimiento.
3. Todas las tramitadas en el ejercicio, aunque finalicen en el siguiente, sin incluir las de resultado negativo a desistimiento.

Entre las características de las OPA autorizadas durante 2005 cabe resaltar:

- Nueve de ellas estaban condicionadas a la obtención de un mínimo de acciones. De ellas, cinco lo obtuvieron, mientras que en un caso el resultado de la oferta fue negativa, al no llegar a dicho límite, y en otras tres hubo desistimiento.
- Una novedad destacable, fue la presentación de dos OPA sobre Cortefiel, que estaban condicionadas a la aprobación por parte de la Junta de la compañía objeto de la supresión de determinadas restricciones estatutarias.
- Tres ofertas realizadas obtuvieron informes desfavorables de los administradores de las compañías afectadas. En todos los casos la opinión desfavorable se basó en la insuficiencia del precio y en el caso de Duro Felguera también en la parcialidad de la OPA.
- Se tramitaron ofertas competidoras sobre las sociedades Aldeasa y Cortefiel. Cabe señalar la puesta en práctica del procedimiento de presentación de mejoras en sobres cerrados, según el régimen de ofertas competidoras, por primera vez desde que entrara en vigor la última reforma en materia de OPA¹⁵.
- Hubo tres OPA pactadas con los principales accionistas: (i) la lanzada sobre Amadeus, tras un acuerdo entre Air France, Iberia y Lufthansa, titulares en conjunto del 86,35% de su capital; (ii) la realizada sobre Grupo Inmocaral, donde el accio-

15. El Real Decreto 432/2003, de 11 de abril modificó parcialmente el Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

nista mayoritario había pactado la transmisión del 51% del capital y (iii) la oferta sobre CIE Automotive hecha por su principal accionista para la adquisición del total de las acciones.

En 2005 se presentaron otras seis OPA cuya aprobación o denegación no se ha llegado a realizar en ese año. Estas ofertas fueron realizadas sobre Endesa, Sogecable, Unión Fenosa, Cementos Lemona, Hullas del Coto Cortés y una nueva OPA sobre Cortefiel, para excluirla de negociación.

2.5 Latibex

Este sistema organizado de negociación para valores latinoamericanos negociados en euros, propiedad de Bolsas y Mercados Españoles, creció nuevamente durante el año 2005 (véase cuadro 2.16. y anexo I.15). Así, el número de empresas cotizadas se incrementó por la incorporación de nuevos emisores de Méjico y de Brasil¹⁶, aunque se produjo la exclusión del BBVA Bancomer. La fuerte alza de los precios, que se refleja en el incremento en un 83,9% del índice FTSE Latibex All Share (véase gráfico 2.2) permitió unas notables subidas tanto en la capitalización como en la contratación de las acciones negociadas.

La capitalización total del mercado tuvo un intenso crecimiento debido principalmente al efecto precio, ya que el de las ampliaciones no fue importante y la incorporación de las nuevas empresas se vio compensada por la salida de la empresa mejicana mencionada. Como se detalla en el apartado posterior, el aumento de la cotización de estas acciones se explica, en gran parte, por la apreciación de las divisas de sus países de origen frente al euro, en especial para las empresas brasileñas y mejicanas.

La contratación en este sistema de negociación fue relativamente reducida respecto al valor de las empresas negociadas, puesto que la mayor parte de la misma tiene

Evolución del FTSE Latibex All Share

GRÁFICO 2.2



Fuente: Bolsas y Mercados Españoles.

16. Las nuevas empresas fueron la brasileña Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais y las mejicanas Corporación Geo y Sare Holding.

lugar en sus mercados de origen. También mejoró la liquidez del mercado, ya que la mitad de las empresas cotizadas tuvieron operativa todos los días hábiles del año, frente a la cuarta parte en 2004.

Sociedades cotizadas en Latibex por países

CUADRO 2.16

Importes en millones de euros, salvo otra indicación

País	N. de empresas		Capitalización			Contratación		
	2004	2005	2004	2005	% var 05/04	2004	2005	% var 05/04
Argentina	2	2	707,7	834,9	18,0	0,0	3,6	7.408,0
Brasil	14	15	73.388,0	145.297,3	98,0	208,6	340,6	63,3
Chile	4	4	11.041,1	17.234,4	56,1	37,5	51,4	37,1
Costa Rica	1	1	38,2	53,2	39,3	5,1	4,5	-11,8
Méjico	7	8	38.328,9	57.743,6	50,7	90,6	128,6	41,9
Perú	1	1	129,0	134,3	4,1	1,7	2,5	47,1
Puerto Rico	1	1	1.121,9	1.086,5	-3,2	22,9	25,6	11,8
Total	30	32	124.754,8	222.384,1	78,3	366,4	556,7	51,9

Fuente: CNMV.

Evolución de los precios en Latibex

Durante 2005, el índice FTSE Latibex All Share ha experimentado una fuerte revalorización, hasta alcanzar niveles cerca del doble de su valor a principios de año. El índice recoge la evolución del precio en euros de las acciones negociadas en este mercado de valores latinoamericanos. Esta ha sido la tercera subida anual consecutiva, después de la fuerte caída que se produjo en 2002 por la crisis en Argentina, y se ha debido, en gran medida, a la recuperación económica de la zona, que ha influido en la revalorización de las divisas locales y en los precios de las acciones.

El crecimiento económico latinoamericano ha sido importante por tercer año consecutivo, apoyado tanto por la demanda interna como la externa, que en el caso de los países exportadores de petróleo se ha visto reforzada por el alza de su precio. Sin embargo, este crecimiento no explica totalmente la revalorización del índice, especialmente porque el crecimiento económico de los países más representados en el índice, Brasil y Méjico, ha sido moderado.

La revalorización del índice refleja la apreciación de las divisas de los países de origen de las empresas cotizadas en Latibex frente al euro. Hay que señalar que la mencionada mejora del sector exterior de estos países ha permitido su acumulación de reservas de divisas, que se ha traducido en una revalorización de estas monedas frente al dólar, su moneda de referencia. Por otra parte, la divisa estadounidense se ha apreciado frente al euro. Todo ello se ha reflejado en el índice Latibex, y cerca de la mitad del incremento del índice se explica por este motivo, especialmente por las fuertes apreciaciones del peso mejicano y el real brasileño. Los incrementos en otras divisas, como el peso argentino y el chileno fueron similares, pero el menor peso de

las acciones de estos países en el índice, y su comportamiento más discreto en moneda local, redujeron su influencia en el total.

Por sectores, la mayor aportación a la revalorización se produjo en el de energía, apoyado por el alza del petróleo y por el tipo de cambio, al ser la brasileña Petrobras la principal empresa de este sector. El de telecomunicaciones fue el segundo sector con mayor aportación, principalmente por la mejicana América Móvil cuya gran revalorización en moneda local se vio reforzada por la apreciación del peso mejicano. Otros sectores destacados por su crecimiento fueron los de productos metálicos y los de banca. El único sector que cayó fue el de productos químicos, debido al fuerte descenso de la empresa Braskem en la bolsa brasileña, afectada por el aumento del coste de sus materias primas.

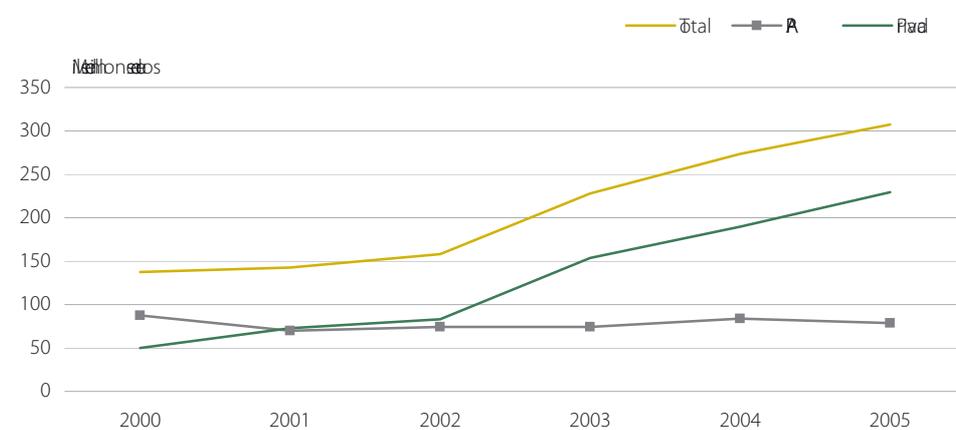
Los miembros de las bolsas españolas lo son también del sistema Latibex, al formar éste parte del SIBE. Además de ellos, los miembros de las bolsas latinoamericanas donde coticen estas compañías pueden, si cumplen determinados requisitos, serlo también de este sistema de negociación. En 2005, fue admitida la sociedad de bolsa argentina Allarí Ledesma y Cía., que se unió a la chilena Banchile Corredores de Bolsa y la brasileña Bradesco. La presencia de estas sociedades facilita la interrelación entre el mercado de origen y el mercado radicado en España.

3 Mercados de renta fija

Durante el ejercicio 2005 la expansión de la renta fija mantuvo su dinamismo tanto en el ámbito del mercado primario como en el del mercado secundario, destacando en ambos el impulso de la renta fija privada.

Evolución de la emisión de valores de renta fija en España

GRÁFICO 3.1



Fuente: CNMV y Banco de España.

La emisión de valores llevada a cabo por las instituciones financieras ha constituido en 2005 el grueso de la actividad del mercado primario español. Este sector realizó el 82% del total de la emisión bruta (en 2004 fue el 78%). De los tres grandes sectores¹ fue el único que aumentó su volumen de emisión respecto al año anterior, aunque a un ritmo inferior al de 2004. Su dinamismo respondió, al igual que ha venido sucediendo en años anteriores, a la necesidad de captar recursos relacionados con la expansión del crédito hipotecario que conlleva la actividad de construcción residencial, en un marco de tipos de interés reducidos que dificulta la captación de depósitos dadas las bajas remuneraciones de los mismos.

La menor necesidad de financiación de las Administraciones Públicas hizo que redujeran su volumen de emisión, que fue muy inferior al del sector privado. Las empresas no financieras también disminuyeron el importe de sus emisiones, ya que el buen ejercicio, en cuanto a obtención de beneficios, permitió a dichas sociedades

1. Administraciones Públicas, entidades financieras y empresas no financieras.

reducir su apelación a la financiación externa. Esta evolución ha permitido que en 2005 en el mercado español el saldo vivo de las emisiones de deuda pública fuera superado por el de la renta fija privada (véase cuadro 3.1), algo que ya venía sucediendo en el conjunto de la UEM desde finales de 2000.

El mercado español de renta fija se diferencia de la situación en la UEM en la participación menor de las sociedades no financieras, más propicias a utilizar la autofinanciación o la financiación externa mediante préstamos bancarios². En España en 2005 el saldo vivo de las emisiones del sector financiero volvió a ganar peso en el conjunto de la renta fija privada, en detrimento del de las sociedades no financieras, que a fin de año suponía tan sólo el 2,1% del total en España, frente al 10,8% en la UEM.

Emisiones brutas y saldos vivos: distribución por emisores

CUADRO 3.1

Importes nominales en millones de euros

	Importe		Variación (%)		Pro memoria: UEM	
	2004	2005	2004	2005	2005	% var 05/04
Emisiones brutas	414.055	490.611	29,3	18,5	9.831.000	18,8
Administraciones públicas	83.859	75.011	4,8	-10,6	1.498.000	-3,0
Renta fija privada:	330.196	415.600	37,5	25,9	8.333.000	23,8
Instituciones financieras	321.439	404.414	41,8	25,8	7.303.000	28,1
Sociedades no financieras	8.757	11.186	-34,5	27,7	1.030.000	0,1
Emisiones netas	129.158	178.794	70,0	38,4	718.000	8,4
Administraciones públicas	8.183	6.682	287,4	-18,3	204.100	-10,9
Renta fija privada:	120.975	172.112	63,8	42,3	513.900	18,6
Instituciones financieras	120.955	172.242	61,7	42,4	494.700	16,4
Sociedades no financieras	20	-129	-102,1	-734,9	19.200	137,0
Saldos vivos	668.729	853.630	23,7	27,6	10.237.000	8,8
Administraciones públicas	338.917	346.265	2,3	2,2	4.589.000	5,0
Renta fija privada:	329.812	507.365	57,6	53,8	5.648.000	12,0
Instituciones financieras	318.778	496.461	60,7	55,7	5.036.000	13,2
Sociedades no financieras	11.034	10.905	0,2	-1,2	612.000	2,9

Fuente: Banco de España, CNMV y BCE.

2. Una información más detallada de las decisiones de financiación de las empresas no financieras puede consultarse en el apartado 1.3 del capítulo 1.

3.1 Deuda pública

3.1.1 Emisiones

La positiva evolución de la economía nacional y la favorable situación presupuestaria limitaron la actividad emisora de las Administraciones Públicas en 2005, cuyos volúmenes de emisión bruta y neta fueron inferiores a los programados para el ejercicio, especialmente en el caso de las Letras del Tesoro.

Las emisiones brutas de las Administraciones Públicas descendieron un 10,6% respecto a 2004, alcanzando un importe de 75.011 millones de euros³. Mientras que la Administración Central y las Corporaciones Locales disminuyeron su actividad emisora, las Comunidades Autónomas la aumentaron, y su peso en el conjunto de la emisión bruta superó el 11%⁴.

La emisión neta durante el ejercicio fue de 6.682 millones de euros, que se desglosa en una emisión neta en valores de largo plazo de 10.225 millones y una desinversión neta de 3.543 millones de euros en valores de corto plazo⁵. Esta política de emisión incrementó la vida media de la deuda pública de la Administración Central del Estado hasta 6,61 años desde los 6,16 años de 2004.

El saldo vivo a 31 de diciembre de la renta fija emitida por las Administraciones Públicas alcanzó un importe de 346.265 millones de euros y experimentó un modesto crecimiento (2,2%) respecto al de 2004 (véase cuadro 3.1). Dentro de este total, el saldo vivo correspondiente a las emisiones de las Comunidades Autónomas fue de 29.527 millones de euros, con un aumento del 11% respecto a 2004.

3.1.2 Negociación

En el Mercado de Deuda Pública Anotada se distinguen dos grandes ámbitos de negociación: contratación entre las entidades titulares de cuenta y contratación de las entidades gestoras con terceros. La que se efectúa entre titulares de cuenta tiene, a su vez, dos posibles modalidades: la contratación a través de las plataformas electrónicas (SENAF, MTS-España, EuroMTS, Brokertec, etc.)⁶ y la negociación bilateral.

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

3. Véase anexo I.16.

4. En 2004 este porcentaje fue del 8,3%.

5. Véase anexo I.17.

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

El importe negociado durante 2005 en el Mercado de Deuda Anotada disminuyó un 2,7% respecto al año anterior (véase cuadro 3.2). Sin embargo, considerando exclusivamente la contratación en operaciones a vencimiento el volumen contratado creció sustancialmente (17,5%) debido al aumento de la contratación de bonos y obligaciones (18,4%) que se registró fundamentalmente en el segundo semestre del año, cuando se intensificaron las expectativas de un movimiento al alza de los tipos de interés por parte del BCE, que finalmente se produjo a comienzos de diciembre.

Contratación de deuda del Estado. Conjunto del mercado

CUADRO 3.2

Importes nominales en millones de euros

	2001	2002	2003	2004	2005	% var 05/04
Letras:	2.723.403	2.235.874	2.607.855	2.273.364	2.230.340	-1,9
A vencimiento	58.505	40.096	90.195	115.549	116.447	0,8
Contado	58.116	40.096	89.751	114.951	116.087	1,0
Plazo	389	0	444	598	360	-39,8
Pacto de recompra	2.186.934	1.994.454	2.076.928	1.770.719	1.709.753	-3,4
Simultáneas	477.963	201.324	440.732	387.095	404.139	4,4
Bonos y Obligaciones:	13.517.341	16.569.559	18.682.476	20.560.318	19.984.874	-2,8
A vencimiento	2.008.605	2.289.343	2.220.233	2.133.892	2.526.914	18,4
Contado	1.983.641	2.270.847	2.157.130	2.021.747	2.221.814	9,9
Plazo	24.963	18.496	63.103	112.145	305.100	172,1
Pacto de recompra	6.565.894	8.191.374	9.100.744	10.707.375	9.700.501	-9,4
Simultáneas	4.942.842	6.088.842	7.361.498	7.719.051	7.757.459	0,5
Total	16.240.744	18.805.433	21.290.331	22.833.682	22.215.214	-2,7

Fuente: Banco de España.

Esta positiva evolución de la contratación en operaciones a vencimiento sólo tuvo lugar en la contratación de las entidades titulares de cuenta con sus terceros, que aumentó un 29,2%⁷. Este crecimiento contrarrestó el hecho de que la negociación entre titulares descendió un 11,4% debido fundamentalmente a las obligaciones y bonos del Estado, que concentra el 96% del total de la contratación entre titulares y que descendió un 12,6%. La negociación entre titulares de bonos y obligaciones del Estado viene reduciendo su actividad de forma continuada en los últimos años, de forma que la contratación en 2005 ha sido algo menos de la mitad de la registrada en 2002.

La disminución de la contratación de deuda pública se ha acusado especialmente en las plataformas electrónicas, que en su conjunto perdieron un 36% de su volumen anual. Entre los principales motivos de este retroceso caben destacar la pérdida de

7. Porcentaje que resulta de un aumento del 11,9% en el caso de letras y del 29,5% en el de bonos y obligaciones (véase el anexo I.21).

atractivo del mercado de bonos español para la operativa de *negociación intradía*, debido a su creciente homogeneización con el mercado de bonos alemán, y la falta de volatilidad del mercado dada la estabilidad de los tipos de interés que se registró en 2005. Precisamente en el periodo previo a la subida de tipos de interés realizada por el Banco Central europeo, la contratación de bonos y obligaciones entre titulares experimentó un aumento significativo, especialmente en el caso de las plataformas, en las que la negociación media diaria en octubre y noviembre fue un 76% superior a la media registrada en el resto de meses del año.

Los mayores volúmenes de contratación de bonos y obligaciones entre titulares se produjeron en los dos meses anteriores a la subida de los tipos de interés oficiales por el BCE a comienzos de diciembre. En octubre y noviembre el promedio diario de contratación fue un 27% superior al de los otros diez meses del año. En las plataformas de contratación electrónicas esta diferencia entre los promedios diarios de negociación de los dos periodos citados fue aún mayor, el 76%.

Las rentabilidades de los bonos mantuvieron durante el primer semestre del año la trayectoria descendente que venían registrando desde mediados de 2004. Esta tendencia se interrumpió en los meses de octubre y noviembre conforme crecían las expectativas de elevación de tipos de interés por parte del BCE. La subida de tipos se incorporó a las rentabilidades de los plazos cortos pero no a de los plazos más largos, que volvieron a retomar su anterior trayectoria, gracias a que no se incrementaron las expectativas de inflación a largo plazo. Como consecuencia, se produjo un aplanamiento de la curva de tipos.

La rentabilidad de las obligaciones del Estado a diez años, principal bono de referencia español, se situó en el 3,37% a diciembre de 2005, tipo inferior en 27 puntos básicos al registrado al cierre del 2004. El diferencial con el bono alemán se mantuvo en torno a los 5 puntos básicos. Por el contrario, la rentabilidad de la deuda a tres años aumentó 33 puntos básicos hasta el 2,91%, sin que se produjeran cambios en el diferencial de rentabilidad respecto a Alemania, que permaneció en 5 puntos básicos.

Rentabilidad de la renta fija a largo plazo: deuda privada y pública GRÁFICO 3.2



Fuente: Reuters y AIAF.

3.2 Renta fija privada

3.2.1 Instrumentos

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

- Exclusivamente en AIAF: pagarés de empresa y pagarés de titulización⁸, cédulas hipotecarias, cédulas territoriales, bonos de titulización, tanto hipotecaria (BTH) como de activos (BTA), participaciones preferentes, y otras emisiones.
- Exclusivamente en las bolsas: bonos y obligaciones convertibles y canjeables.
- En ambos mercados: bonos y obligaciones no convertibles (corporativos y de entidades públicas⁹) y antiguos “bonos matador”.

3.2.2 Emisores, emisiones y saldos vivos admitidos en el mercado

En 2005, en los dos mercados citados aumentaron los emisores, las emisiones y el saldo vivo del conjunto de instrumentos financieros admitidos a negociación.

El número total de emisores presente en los mercados de renta fija fue de 417, de los que 23 tenían emisiones admitidas a cotización en ambos mercados, 361 cotizaban sólo en AIAF y 33 lo hacían exclusivamente en bolsa. El número total de emisiones entre ambos mercados fue de 3.103 de las que el 91% estaban listadas en AIAF y el 9% en alguna de las bolsas. El saldo vivo de los valores admitidos a negociación

Emisores, emisiones y saldo vivo de renta fija en AIAF

CUADRO 3.3

Importes nominales en millones de euros

	Nº emisores		Nº emisiones		Saldo Vivo		% var 05/04
	2004	2005	2004	2005	2004	2005	
Pagarés	63	66	1.593	1.724	45.177	57.719	27,8
Bonos y obligaciones	272	362	786	1.018	196.613	290.547	47,8
Cédulas hipotecarias	10	12	41	54	57.324	90.550	58,0
Cédulas territoriales	3	3	5	8	5.800	7.575	30,6
Bonos Matador	20	20	34	32	2.515	2.288	-9,0
Total	324	384	2.459	2.836	307.429	448.679	45,9

Fuente: CNMV.

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

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

ascendió a 465.734 millones de euros, correspondiendo a AIAF el 96,3% de este importe (véase cuadros 3.3 y 3.4).

Mercados y emisores
Mercados de renta fija

En AIAF, el saldo vivo creció un 46%, destacando el incremento que se produjo en los bonos y obligaciones, del que forman parte los bonos de titulización, y en las cédulas hipotecarias. Por sectores, destaca la importante participación de los emisores de *bancos y cajas* y de *entidades financieras*, ya que entre los dos concentraron el 96% del saldo vivo y el 89% de las emisiones admitidas en los mercados a fin de 2005.

Emisores, emisiones y saldo vivo de renta fija en bolsa

CUADRO 3.4

Importes nominales en millones de euros

	Nº emisores		Nº emisiones		Saldo Vivo		% var 05/04
	2004	2005	2004	2005	2004	2005	
Total	52	56	265	267	14.482	17.055	17,8
Deuda CCAA	3	3	87	92	7.198	8.457	17,5
Otros	49	53	178	175	7.284	8.598	18,0
Bolsa de Barcelona	41	45	204	202	12.111	14.835	22,5
Bolsa de Bilbao	42	42	153	128	4.904	3.938	-19,7
Bolsa de Madrid	34	34	134	111	3.846	3.059	-20,5
Bolsa de Valencia	38	38	177	160	5.159	4.391	-14,9

Fuente: CNMV.

En bolsa, el saldo vivo¹⁰ admitido se incrementó en un 17,5% y se situó al cierre de ejercicio en 17.055 millones de euros. La Bolsa de Barcelona fue la única que aumentó el saldo vivo admitido a cotización.

Por grandes sectores, las empresas no financieras redujeron su saldo en algo más de un tercio, las entidades financieras lo aumentaron mucho (un 64%) debido a la admisión a cotización de fondos de titulización de activos en la Bolsa de Barcelona; el saldo vivo del sector público también se incrementó aunque moderadamente (un 9%) por las emisiones de deuda de la Generalidad de Cataluña. Con esta evolución se ha reducido, por primera vez en los últimos años, el peso del sector público en el saldo vivo de renta fija bursátil.

3.2.3 Mercado primario de renta fija privada

Como se señalaba en el cuadro 3.1, la emisión bruta de renta fija privada en España durante 2005 aumentó un 25,9% respecto al año anterior, moderando ligeramente el ritmo de crecimiento que había registrado en 2004. Su importe fue de 415.600 mi-

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

liones de euros, de los que el 64% correspondieron a valores de corto plazo y el 36% a valores de largo plazo, aunque estos registraron un mayor crecimiento, un 30,9% (véase cuadro 3.5). Por sectores, las instituciones financieras representaron el 97% de las emisiones brutas de renta fija privada.

Las cifras referidas en el cuadro 3.5 recogen las emisiones registradas en la CNMV y también el importe de las emisiones que, en aplicación de los cambios producidos en la normativa durante 2005¹¹, no requieren la elaboración y registro de un folleto de emisión, teniendo como único trámite ante la CNMV la obligación de presentar un folleto de admisión al mercado en caso de que se pretenda su negociación en un mercado regulado¹² (véase recuadro en este capítulo).

Emisiones brutas registradas¹ en la CNMV: detalle por instrumentos CUADRO 3.5

Importes nominales en millones de euros

	2002	2003	2004	2005	% var 05/04
A largo plazo	39.658	84.318	115.594	151.347	30,9
Bonos y obligaciones no convertibles	5.254	17.948	38.094	41.907	10,0
<i>de las cuales: deuda subordinada</i>	<i>1.909</i>	<i>4.076</i>	<i>4.395</i>	<i>1.905</i>	<i>-56,7</i>
Bonos y obligaciones convertibles	260	187	97	163	67,2
Cédulas hipotecarias	11.674	17.864	19.074	35.560	86,4
Cédulas territoriales	0	4.200	1.600	1.775	10,9
Bonos de titulización	18.908	37.212	50.759	70.497	38,9
<i>de activos (BTA)</i>	<i>12.119</i>	<i>32.182</i>	<i>43.745</i>	<i>63.647</i>	<i>45,5</i>
<i>hipotecarios (BTH)</i>	<i>6.789</i>	<i>5.030</i>	<i>7.014</i>	<i>6.850</i>	<i>-2,3</i>
Participaciones preferentes	3.237	3.760	5.542	1.356	-75,5
Otras emisiones	326	3.146	428	89	-79,1
A corto plazo	104.713	155.772	214.603	264.253	23,1
Pagarés de empresa ²	104.713	155.772	214.603	264.253	23,1
<i>de los cuales, de titulización de activos</i>	<i>6.114</i>	<i>3.870</i>	<i>.724</i>	<i>2.709</i>	<i>-27,2</i>
Total	144.371	240.091	30.196	415.600	25,9

Fuente: CNMV.

1. Incorpora los importes de las emisiones admitidas a negociación sin publicar folletos de emisión.
2. Las cifras de emisión de pagarés de empresa corresponden a los importes colocados durante el año.

11. Artículo 30.Bis de la LMV, que se modificó en el RD/2005 de 11 de marzo y en el RD 1310/2005 de 4 de noviembre.

12. Hasta la aprobación del Real Decreto Ley 5 del 2005 (BOE 14-3-5), la normativa vigente obligaba a las entidades emisoras de valores, cuando apelan al ahorro del público a publicar y registrar en la CNMV un folleto de emisión con toda la información necesaria para que los inversores puedan hacer una evaluación además de la situación financiera de la sociedad emisora y de los derechos inherentes en los valores. En caso de que el emisor pretendiera que los valores cotizasen en un mercado organizado debía registrar en la CNMV un folleto de admisión bastante menos extenso que el anterior. A partir del citado Real Decreto Ley esta diferencia entre folletos de emisión y de admisión ya no existe.

El importe de las emisiones brutas que sólo requirieron la presentación de un folleto de admisión fue de 42.524 millones de euros en 2005. Esta cifra se compone de 24.248,5 millones de euros en bonos y obligaciones simples no convertibles, 18.000 millones en cédulas hipotecarias y el resto en cédulas territoriales (275 millones) y bonos y obligaciones simples convertibles (0,7 millones).

Los dos instrumentos que tuvieron un mayor peso en el importe total de las emisiones brutas realizadas en España fueron los pagarés de empresa con el 63% y los bonos de titulización, con el 17%. La emisión en estos dos tipos de activo tuvo un crecimiento significativo, especialmente en el caso de los pagarés de empresa, que en términos absolutos fue de casi 50.000 millones de euros. Entre estos dos conceptos y las cédulas hipotecarias se explica el 100% del crecimiento de la emisión de renta fija privada realizada en el año. En el caso de las cédulas hipotecarias más de la mitad de la emisión bruta fue efectuada, a través de esta modalidad de emisión que no precisa folleto, por entidades de crédito y dirigida a inversores institucionales.

Por otra parte, se redujo el importe emitido en participaciones preferentes y en deuda subordinada, que frenaron la evolución creciente que venían registrando los últimos años. En 2005, la emisión bruta de estos dos instrumentos fue prácticamente la mitad de la de 2004, incluso considerando la emisión llevada a cabo en otros países¹³.

La no exigencia de folleto de emisión en determinados casos contemplados en la Directiva de Folletos

La transposición de la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE, más conocida como la Directiva de folletos llevada a cabo en el Real Decreto-Ley 5 /2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad, establecía, entre muchas otras cosas, la no exigencia de publicar un folleto de emisión en determinadas situaciones de oferta pública de venta o suscripción de valores.

El Artículo 30 bis del citado Real Decreto-Ley establece que *“la obligación de publicar un folleto no será de aplicación a ninguno de los siguientes tipos de ofertas que, consecuentemente a los efectos de esta ley, no tendrán la consideración de oferta pública:*

a. Una oferta de valores dirigida exclusivamente a inversores cualificados.

13. El importe total de las emisiones de participaciones preferentes en 2004 fue de 6.447 millones de euros y en 2005 de 3.271, de los que 1.915 millones se emitieron en el exterior. En el caso de la deuda subordinada las emisiones totales en 2004 alcanzaron un valor nominal de 6.645 millones de euros y en 2005 este total se redujo a 3.392, de los que 1.487 millones correspondieron a emisiones efectuadas fuera de España.

- b. *Una oferta de valores dirigida a menos de 100 personas físicas o jurídicas por Estado miembro, sin incluir los inversores cualificados.*
- c. *Una oferta de valores dirigida a inversores que adquieran valores por un mínimo de 50.000 euros por inversor, para cada oferta separada.*
- d. *Una oferta de valores cuyo valor nominal unitario sea al menos 50.000 euros.*
- e. *Una oferta de valores por un importe total inferior a 2.500.000 euros, cuyo límite se calculará en un período de 12 meses.”*

El Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos, en sus artículos 26 y 41 precisan las excepciones a la obligación de publicación del folleto informativo y las excepciones a la obligación de publicar un folleto de oferta pública.

Esta no exigencia de publicar folleto de emisión no exime de la obligatoriedad de presentar un folleto de admisión en caso de solicitar la admisión a un mercado regulado. La información contenida en dichos folletos de admisión permite conocer que durante el ejercicio 2005 las emisiones efectuadas mediante esta modalidad fueron 40 de renta fija, 79 de renta variable y 1.072 de warrants.

En 2005 los valores de renta fija representaron el 94% del nominal total emitido. Su importe alcanzó los 45.524 millones de euros, de los que el 53% correspondieron a obligaciones y bonos simples no convertibles y el 40% a cédulas hipotecarias. Prácticamente todas ellas fueron llevadas a cabo por entidades de crédito o instituciones financieras vinculadas a ellas y estuvieron dirigidas a inversores institucionales.

Para poder considerar la totalidad de la actividad emisora de las empresas españolas hay que tener en cuenta la apelación por parte de los emisores al ahorro de otros países que en poco tiempo ha cobrado una importancia relativa considerable. Estas emisiones exteriores han duplicado, en dos años, su peso en el total de las emisiones de renta fija a largo plazo llevadas a cabo por las sociedades españolas, pasando del 7% en 2003 al 16% en 2005. Más adelante se hace una referencia más detallada de esta cuestión (véase recuadro en este capítulo).

Las emisiones en el exterior se han realizado principalmente en bonos y obligaciones no convertibles, cuyo importe de emisiones brutas dentro del país fue de 41.907 millones de euros y de 33.772 millones de euros fuera de España. La consideración de la emisión exterior supone que la utilización de este instrumento como fuente de financiación de

Importes nominales en millones de euros

	2003	2004	2005
Participaciones preferentes	400	905	1.915
Obligaciones subordinadas	0	2.250	1.487
Bonos	0	0	11.056
Obligaciones	0	3.891	21.229
Total (amparado Ley 19/2003)	400	7.047	35.687
Bonos de titulización	10.864	12.628	12.507
Total	11.264	19.675	48.194

Fuente: elaboración propia en base a datos del Banco de España.

las empresas españolas se habría aproximado en 2005 al nivel de los bonos de titulización, cosa que no sucedía en los últimos años.

El aumento de las emisiones españolas en el exterior registrado en los dos últimos años es una consecuencia de la modificación legislativa que se llevó a cabo en la Ley 19/2003 en lo que concierne a las participaciones preferentes y otros instrumentos de deuda. Al amparo de esta legislación, algunos emisores españoles aprovecharon para diversificar sus mercados de emisión, vía que ha ido acrecentándose año a año como se observa en el cuadro anterior.

Emisiones en el exterior de participaciones preferentes y otras modalidades de deuda al amparo de la Ley 19/2003

La Ley 19/2003, de 4 de julio¹⁴, introdujo una nueva disposición adicional segunda en la Ley 13/1985, de 25 de mayo¹⁵, por la cual se regularon con mayor detalle los requisitos de las participaciones preferentes de las entidades de crédito a efectos de su cómputo como recursos propios y su régimen fiscal. Estos valores no estaban regulados con anterioridad en la legislación española y su emisión se producía en otras jurisdicciones (por ejemplo, Islas Caimán). Entre los requisitos que deben satisfacer las participaciones preferentes, introducidos por la mencionada Ley, destacan los siguientes:

- a. ser emitidas por una entidad de crédito o por una entidad residente en España o en un territorio de la Unión Europea, que no tenga la condición de paraíso fiscal, cuyos derechos de voto correspondan a una entidad de crédito dominante de un

14. Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales.

15. Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros.

grupo o subgrupo consolidable de entidades de crédito, y cuya actividad u objeto exclusivo sea la emisión de participaciones preferentes,

- b. tener derecho a percibir una remuneración predeterminada de carácter no acumulativo,
- c. no otorgar a sus titulares derechos políticos, salvo en los supuestos excepcionales que se establezcan en las respectivas condiciones de emisión,
- d. tener carácter perpetuo, y
- e. cotizar en mercados secundarios organizados.

La norma se hacía extensiva a las emisiones de instrumentos de deuda realizados por entidades que cumplan los requisitos del párrafo a) citado y “cuya actividad u objeto exclusivo sea la emisión de participaciones preferentes y/u otros instrumentos financieros, siempre que se cumplan los requisitos de cotización en mercados organizados y, en su caso, de depósito permanente y garantía de la entidad dominante...”.

Desde entonces y hasta el cierre del ejercicio 2005 se han efectuado 79 emisiones por un importe de 43.133 millones de euros, de los que 36.176 millones correspondían a obligaciones y bonos, 3.736 millones a deuda subordinada y 3.220 a participaciones preferentes¹⁶.

Las entidades emisoras estaban vinculadas principalmente a los bancos (el 86% del importe emitido). Las cajas tenían una importancia considerablemente menor (el 9% del importe).

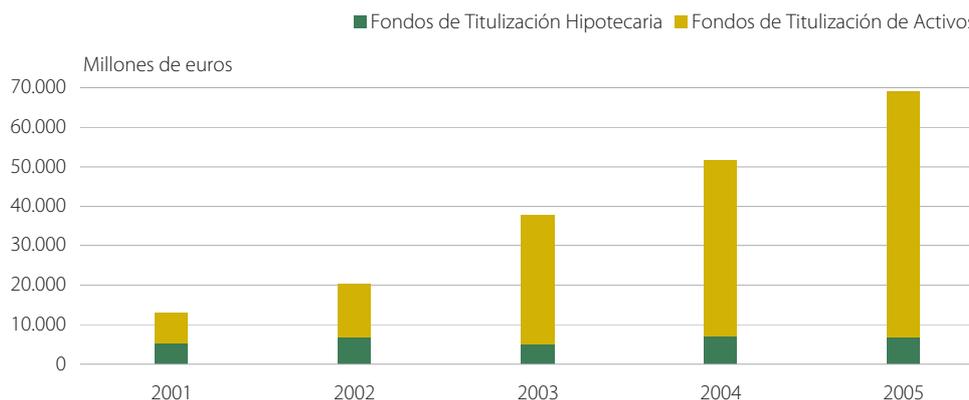
La mayor parte de las emisiones se realizaron en Luxemburgo y, de forma muy limitada, también en Estados Unidos, Alemania y Londres. La cotización posterior se llevó a cabo principalmente en Luxemburgo y Londres: 45 emisiones fueron admitidas a cotización en Luxemburgo -el 44,9% del total del importe emitido-, las emisiones admitidas en Londres fueron menos (30) pero de mayor valor (representan el 52,6%). El tercer destino fue Ámsterdam con 4 emisiones y un 2,5% del importe emitido. Dentro de las participaciones preferentes hay cuatro emisiones que cotizan en varios mercados, entre los que se encuentran, aparte de alguno de los tres citados, Francfort y Nueva York.

En cuanto a la divisa de denominación de las emisiones, la mayor parte son en euros, una parte no despreciable es en dólares y libras esterlinas y también, de forma residual, se utilizan otras monedas como el yen, el dólar canadiense o la corona checa.

Las emisiones de titulización

Dentro de los instrumentos de renta fija, los bonos de titulización ocupan el segundo lugar por volumen de emisión, por detrás de los pagarés de empresa.

16. Esta evolución se sigue manteniendo a buen ritmo ya que en los dos primeros meses de 2006 se han llevado a cabo 25 emisiones por un importe de 14.919 millones de euros.



Fuente: CNMV.

Son los bonos de titulización de activos (BTA) los que representan el grueso de los bonos de titulización y los que han venido registrando un importante crecimiento, desde hace unos años (véase gráfico 3.3).

Casi el 80% del importe registrado en bonos de titulización de activos (BTA) durante el año 2005 han sido emisiones respaldadas por cédulas hipotecarias, certificados de transmisión hipotecaria y participaciones hipotecarias. La titulización de préstamos concedidos a PYME han supuesto algo más del 6% del importe registrado de BTA. Además de estos activos, se titularon créditos a promotores inmobiliarios, créditos al consumo, créditos para adquisición de automóviles nuevos, créditos para financiar actividades agrícola-ganaderas, cédulas territoriales singulares, así como bonos de tesorería simples.

En cuanto a las principales operaciones de titulización individuales, las de mayor tamaño se produjeron en el segmento de BTA, donde nueve de ellas superaron los 2.000 millones de euros. La sociedad gestora Ahorro y Titulización gestionó las tres mayores, con importes de 5.400, 5.000 y 3.900 millones de euros que consistieron en la titulización de cédulas hipotecarias singulares emitidas por diversas cajas de ahorros. Entre las emisiones de BTA respaldadas por otros activos o derechos de crédito, destacó la realizada por el Santander Central Hispano de titulización de préstamos hipotecarios y de préstamos no hipotecarios a empresas y autónomos para financiar su actividad económica y la adquisición de inmuebles para llevar a cabo la misma, por valor de 3.100 millones de euros.

Los bonos de titulización hipotecaria (BTH) disminuyeron¹⁷, tanto en número de emisiones como en importe. De las siete emisiones de bonos de titulización hipotecaria (BTH) que se registraron durante el año, sólo tres superaron los mil millones de euros, destacando AYT Genova Hipotecario VII, gestionada por la sociedad gestora Ahorro y Titulización, con 1.400 millones de euros.

17. El anexo I.26 presenta los mayores emisores de bonos de titulización durante 2005, todos ellos con importes superiores a 1.100 millones de euros que, en conjunto representaron algo menos del 70% de la emisión total.

Durante el ejercicio 2005 las principales novedades en el mercado primario de valores estuvieron relacionados con la titulización, en concreto se registraron a) fondos cuyos principales activos eran bonos de titulización y b) fondos en los que cada serie de bonos emitidos por el fondo estaban respaldadas unívocamente por sus correspondientes cédulas hipotecarias incorporadas en su activo.

Del primer tipo se registraron dos, el Caja San Fernando CDO I, FTA cuyo activo estaba formado por bonos de titulización respaldados por hipotecas, y el FTA Santander Auto 1 en el que su activo estaba constituido por bonos de titulización respaldados por todo tipo de activos, en euros y en dólares.

Del segundo tipo se registraron los fondos Intermoney Master Cédulas FTA y AYT Cédulas Cajas Global. Ambos fondos son abiertos tanto por el activo como por el pasivo y la completa compartimentación de cada clase de bonos que se produce implica que la amortización ordinaria o liquidación anticipada de un compartimento no afecta a los demás, ni implica la liquidación del fondo. La principal diferencia entre ambos fondos es que el primero puede emitir hasta 15 series de bonos y el segundo cuenta con un máximo de 50 series vivas en cada momento, estructurándose éste último a través de un programa.

3.2.4 Mercados secundarios de renta fija: AIAF y bolsas

En España la renta fija privada se puede negociar en AIAF y en las bolsas¹⁸. En AIAF la negociación se puede realizar en dos segmentos: el primero corresponde a la contratación de los miembros entre sí y el segundo a la negociación de los miembros con sus clientes. La negociación con los clientes es bilateral pero la negociación entre miembros puede realizarse de forma bilateral o mediante contratación electrónica (SENAF).

En las bolsas, la contratación se puede llevar a cabo por medio de contratación electrónica o a viva voz. El sistema de contratación electrónica¹⁹ interconecta a las cuatro bolsas; el procedimiento tradicional de viva voz²⁰ existe en todas las bolsas excepto en la de Madrid.

Durante el ejercicio 2005 aumentó la contratación de renta fija, tanto en AIAF como en las bolsas. En términos nominales, la cifra conjunta ascendió a 965.910 millones de euros, de los que 877.812 millones correspondieron a AIAF y 87.998 millones a las bolsas (véase cuadros 3.7 y 3.8).

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

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

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

Los segmentos de pagarés de empresa y bonos y obligaciones fueron los de mayor negociación en AIAF, cada uno con un peso del 46% del total aproximadamente. La contratación de pagarés de empresa se efectuó casi en su totalidad mediante operaciones por cuenta de terceros y en más de sus dos terceras partes por medio de repos.

Mercados y emisores
Mercados de renta fija

Contratación total en AIAF*

CUADRO 3.7

Millones de euros nominales

	2001	2002	2003	2004	2005	% var 05/04
Por tipo de activo						
Pagarés	100.812	212.702	265.604	291.903	408.185	39,8
Bonos y Obligaciones	38.820	52.146	94.694	227.127	404.410	78,1
Cédulas hipotecarias	2.100	4.164	16.745	46.014	60.061	30,5
Cédulas territoriales	—	—	3.939	3.357	2.740	-18,4
Bonos matador	2.001	3.458	3.107	3.629	2.416	-33,4
Total	143.733	272.470	384.089	572.030	877.812	53,5
Por tipo de operación						
Simple	75.879	86.587	142.861	242.333	322.819	33,2
Repo	29.682	151.008	191.866	197.778	284.520	43,9
Simultanea	38.172	34.876	49.362	131.919	270.473	105,0

Fuente: CNMV.

* Cuenta propia más cuenta de terceros.

Contratación de renta fija en las bolsas

CUADRO 3.8

Millones de euros nominales

	2001	2002	2003	2004	2005	% var 05/04
Total	50.829	64.861	66.566	77.017	87.998	14,3
Deuda CCAA	49.815	63.998	64.758	76.259	83.204	9,1
Otros	1.014	863	1.808	758	4.794	532,6

Fuente: CNMV.

En la contratación de bonos y obligaciones predominaron las operaciones simultáneas que supusieron algo más del 60% del importe nominal total. Dentro de los bonos y obligaciones destacaron por su volumen negociado, en primer lugar, los bonos de titulación de activos y, en segundo, los bonos de titulación hipotecaria, con un peso conjunto del 78%.

En cuanto a la evolución respecto al año anterior, la contratación de bonos y obligaciones fue la que mayor crecimiento registró, principalmente por operaciones si-

multáneas. Por el contrario, se registraron descensos en la contratación de cédulas territoriales y bonos matador.

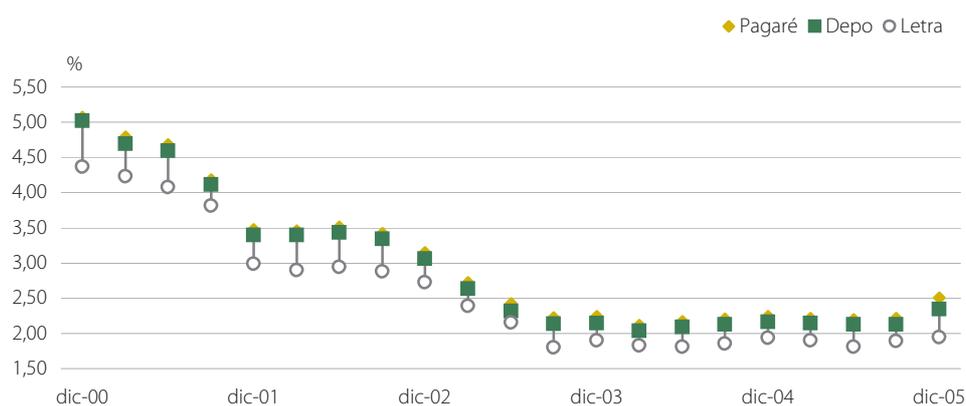
En el mercado bursátil, la mayor parte de la negociación se llevó a cabo en la Bolsa de Barcelona, que, con un volumen de 82 millardos de euros, supuso el 93% del total nacional. Concretamente, esta contratación se concentró en los títulos de deuda pública emitidos por la Generalidad de Cataluña cuyo importe ascendió a 77,6 millardos de euros.

Los bonos de titulización de activos también registraron un fuerte incremento de contratación²¹ y llegaron a suponer el 4,8% del importe negociado en bolsa.

El rendimiento medio de los pagarés de empresa mantuvo una tendencia levemente bajista durante gran parte del año hasta que en último trimestre repuntó sensiblemente al intensificarse las expectativas de subida de tipos de interés por parte del BCE. El diferencial con las Letras del Tesoro, que hasta entonces se había mostrado estable, también se amplió en los últimos meses (véase gráfico 3.4).

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

GRÁFICO 3.4



Fuente: AIAF y Banco de España.

* Promedios trimestrales.

En cuanto al largo plazo, la evolución de la rentabilidad de la deuda privada se mantuvo en línea con la de la deuda pública, esto es descendente durante el primer semestre y moderadamente al alza el resto del año (véase gráfico 3.2). El diferencial entre ambos instrumentos permaneció bastante estable, aunque se amplió ligeramente en los meses en los que los mercados internacionales de bonos empresariales tuvieron tensiones por la situación de la multinacional norteamericana General Motors. La rentabilidad de la deuda privada a más de 10 años cotizada en AIAF se situó en el 3,82% al finalizar el año, es decir, 38 puntos básicos por debajo del cierre de 2004.

21. Su contratación pasó de 110 millones de euros en 2004 a 3.726 millones de euros en 2005, de los que el 92% correspondía a fondos de titulización de activos emitidos en 2005 cuyo activo titulado está formado por préstamos concedidos por entidades financieras a empresas radicadas en Cataluña.

4 Registro, contrapartida, compensación y liquidación

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

La central registradora de valores negociados en los mercados de contado de ámbito nacional es también Iberclear, mientras que las bolsas de Bilbao, Barcelona y Valencia llevan un registro propio de los valores que en ellas se liquidan.

En cuanto a la actividad de contrapartida, desde el año 2003 se cuenta ya con una entidad, MeffClear, que puede prestar este servicio en diversos ámbitos. Actualmente lo realiza en la negociación de operaciones simultáneas de AIAF y en algunas de las operaciones bilaterales de deuda que se negocian en otras plataformas¹.

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

4.1 Iberclear

Iberclear², 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 2005 Iberclear contaba con 244 entidades participantes, diez menos que en 2004 (ver cuadro 4.1).

En líneas generales, los indicadores de actividad de las dos plataformas gestionadas por Iberclear (Iberclear–CADE para valores negociados en el Mercado AIAF de

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

2. Nombre comercial de la "Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. Unipersonal".

Entidades participantes en Iberclear

CUADRO 4.1

	2004	2005
Total Iberclear*	254	244
Bolsas	105	98
Latibex	89	85
AIAF	76	74
Deuda Pública	207	199

Fuente: CNMV.

* 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.

Renta Fija y en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones e Iberclear-SCLV para valores negociados en Bolsas y en Latibex) reflejaron la evolución de la contratación en los mercados de referencia (ver capítulos 2 y 3).

4.1.1 Iberclear-CADE

En la plataforma Iberclear-CADE a fin de año había 3.204 emisiones registradas con un valor nominal de 787.337 millones de euros. Las más numerosas eran las emisiones listadas en AIAF, que suponían el 90% del total³.

Respecto al año anterior, tanto las emisiones del mercado de deuda pública como las de AIAF se incrementaron notablemente, así como sus importes nominales (ver cuadro 4.2).

Iberclear-CADE. Actividades de registro

CUADRO 4.2

Importes en millones de euros.

Valores registrados	Deuda Pública		AIAF		Total		% var 05/04
	2004	2005	2004	2005	2004	2005	
Número de emisiones	272	315	2.531	2.889	2.803	3.204	14,3
Importe nominal	322.755	337.539	315.274	449.798	638.029	787.337	23,4

Fuente: CNMV.

Iberclear-CADE liquidó en 2005 un total de 8.552.276 operaciones⁴, de las que el 88,2% correspondieron al Mercado de Deuda en Anotaciones. En relación con el año anterior, disminuyeron el número y el importe de las operaciones de deuda pública, especialmente debido a las operaciones de repos y las simultáneas, que constituyen el grueso de la actividad. Las operaciones de AIAF, sin embargo, aumentaron en todos sus segmentos, excepto en traspasos (ver cuadros 4.3 y 4.4).

3. Sin embargo las emisiones de AIAF suponían algo menos del 60% del valor nominal total.

4. Incluidas 818.449 operaciones de traspaso.

En 2005, aumentaron las ocasiones en las que las entidades incurrieron en una insuficiencia de valores en la fecha de liquidación. Respecto al año 2004, el número de incidencias presentó un aumento del 42% que se elevó hasta el 54% si se mide en términos del importe en descubierto. Esta variación fue especialmente acusada en el último trimestre del año, en el que se concentraron el 40% del total de incidencias del año. Las entidades no residentes fueron las que causaron más incidentes, representando el 71% del número y el 50% del importe de las incidencias.

Mercados y emisores
Registro, contrapartida,
compensación y liquidación

Iberclear–CADE. Número de operaciones liquidadas

CUADRO 4.3

Importes en millones de euros

Tipo de operación	Deuda Pública		AIAF		Total		% var 05/04
	2004	2005	2004	2005	2004	2005	
Compras y ventas simples	198.828	204.683	702.051	745.345	900.879	950.028	5,4
Repos y simultaneas	7.419.759	6.697.683	66.473	86.116	7.486.232	6.783.799	-9,3
Trasposos a vencimiento	386.161	417.428	127.284	174.285	513.445	591.713	15,2
Trasposos temporales	256.003	226.735	149	1	256.152	226.736	-11,4
Total	8.260.751	7.546.529	895.957	1.005.747	9.156.708	8.552.276	-6,6

Fuente: CNMV.

Iberclear–CADE. Importe de las operaciones liquidadas*

CUADRO 4.4

Importes en millones de euros

Tipo de operación	Deuda Pública		AIAF		Total		% var 05/04
	2004	2005	2004	2005	2004	2005	
Compras y ventas simples	2.703.020	3.252.731	325.410	411.578	3.028.430	3.664.309	21,0
Repos y simultaneas	49.444.699	46.419.258	646.059	1.097.185	50.090.758	47.516.443	-5,1
Trasposos a vencimiento	9.194.687	10.256.602	1.338.351	1.900.110	10.533.038	12.156.712	15,4
Trasposos temporales	741.970	735.231	607	1	742.577	735.232	-0,9
Total	62.084.376	60.663.822	2.310.427	3.408.874	64.394.803	64.072.696	-0,5

Fuente: CNMV.

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

Entre los motivos del incremento de las incidencias relacionadas con la liquidación de la Deuda Pública destaca el hecho de que el Tesoro, en momento puntuales, recompró valores para absorber excesos de liquidez. Esto provocó escasez de valores de deuda disponible en el mercado, lo que dificultó a las entidades la provisión de este tipo de valores a través de compraventas para liquidar las operaciones simultaneas.

No obstante, las incidencias de la plataforma CADE fueron muy poco relevantes respecto al total liquidado, (0,004% del número de operaciones y 0,01% del importe liquidado) lo que indica el buen funcionamiento de la plataforma en su conjunto.

4.1.2 Iberclear-SCLV

Respecto a las labores de registro de esta plataforma, a fin de 2005 había 3.540 emisiones registradas, con un valor nominal de 90.253 millones de euros. Aunque aumentó el número de emisiones con respecto al año anterior, su importe nominal descendió ligeramente, un 0,5% (ver cuadro 4.5). Este descenso se debió a que la mayor parte de las nuevas emisiones correspondían a SICAV.

Iberclear-SCLV. Actividad de registro

CUADRO 4.5

Importes en millones de euros

	Bolsa			Latibex		
	2004	2005	% var 05/04	2004	2005	% var 05/04
Número de emisiones	3.513	3.540	0,7	35	36	2,8
Importe registrado*	90.724	90.253	-0,5	36	79	119,4

Fuente: CNMV.

* Importe nominal para bolsa y efectivo para Latibex.

Considerando conjuntamente las bolsas y Latibex, el número de operaciones liquidadas en 2005 fue de 17.079.167, con un valor efectivo de 2.018.498 millones de euros. El número de operaciones liquidadas aumentó un 12,6% respecto a las de 2004, mientras que el volumen efectivo aumentó un 34,8%. Este comportamiento es coherente con lo acontecido en el mercado, en el que aumentó el número de transacciones, tras dos años de continuos descensos (ver cuadro 4.6).

En 2005 el número de incidencias debidas a que alguna entidad experimentó insuficiencia de valores en la fecha de liquidación aumentó un 40%, aumento que llega al 55,8% en términos de importe en descubierto. El aumento de las incidencias recogió los problemas operativos iniciales tras la entrada en vigor de la Circular 3/2004 de

Iberclear-SCLV. Operaciones liquidadas

CUADRO 4.6

Importes en millones de euros

Operaciones	Bolsa				Latibex			
	Nº operaciones		Importe		Nº operaciones		Importe	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005
Compras y ventas	14.255.707	16.021.281	1.289.545	1.703.151	38.559	59.884	738	1.101
Vtas. Vencidas	39.143	67.174	5.085	11.332	872	2.245	14	48
Recompras	622	1.383	37	152	1	4	—	—
Trasposos l/p ¹	258.472	306.650	—	—	499	1.133	—	—
Trasposos c/p ²	629.715	689.102	209.473	314.204	64	1.117	1	42
Total³	15.143.894	17.017.033	1.499.081	2.017.355	39.122	62.134	739	1.143

Fuente: CNMV.

1. Trasposos l/p. = trasposos libres de pago.
2. Trasposos c/p. = trasposos contra pago.
3. Compras, ventas y trasposos a l/p y a c/p.

Iberclear que estableció un nuevo procedimiento de case para las órdenes de traspaso de valores entre entidades⁵. Esta situación se corrigió a partir del segundo trimestre del año. No obstante, las incidencias de la plataforma SCLV fueron muy poco relevantes respecto al total liquidado, (0,42% del número de operaciones y 0,67% del importe liquidado) lo que indica el buen funcionamiento de la plataforma en su conjunto.

4.1.3 Innovaciones y mejoras

Iberclear, al igual que hizo en el ejercicio anterior, continuó trabajando en una serie de proyectos encaminados a mejorar su eficiencia operativa. Algunos de estos proyectos fueron implantados durante 2005, pero otros muchos se espera que concluyan a lo largo del ejercicio 2006.

En enero tuvo lugar la migración de la plataforma CADE desde el Banco de España al entorno informático de Iberclear⁶. Este cambio prácticamente no afectó a los procedimientos utilizados por Iberclear, pero supuso que el intercambio de ficheros pasara a realizarse directamente entre Iberclear y las entidades participantes.

También durante 2005 se desarrolló el proyecto de Ventana Unificada de Comunicaciones, proyecto de gran alcance que consta de tres objetivos: (i) mejorar la conectividad, ya que se unifican los sistemas de intercambio de información de las dos plataformas CADE y SCLV, (ii) avanzar en la normalización, puesto que se adaptan las comunicaciones y los ficheros a los estándares internacionales y (iii) unificar los procedimientos de case de operaciones de carácter bilateral, basados en el denominado sistema unificado de case (SUC):

- En marzo de 2005 se puso en marcha el SUC-Traspasos⁷. La principal novedad que incorporó este sistema es que establece el case o coincidencia de la información remitida de manera autónoma por las dos entidades como premisa fundamental para la confirmación de la tramitación de un traspaso. El anterior sistema consistía en la aceptación o rechazo por parte de una entidad de las instrucciones enviadas por la contrapartida. Adicionalmente, se trató del primer procedimiento de comunicación de instrucciones de liquidación de valores con un diseño basado en el estándar ISO 15022, con lo que también se avanzó en el objetivo de normalización.
- A finales de noviembre de 2005 se puso en marcha la segunda parte del proyecto SUC, el SUC-Préstamos⁸, dirigido a los préstamos bilaterales de valores bursátiles. Este nuevo sistema trata de favorecer la actividad de préstamo, ya que, adicionalmente a establecer un sistema de case de las órdenes de prestamista y prestatario, pone a disposición de las entidades participantes los medios de Iberclear para la liquidación de aquellos importes relacionados con los préstamos bilaterales que se tramiten como colateral. Con ello se reducen los riesgos asociados

5. Esta nueva operativa de traspasos se recoge en la Circular 3/2004 de Iberclear.

6. Establecido mediante la Instrucción 7/2004 de Iberclear.

7. Establecido por la Circular 3/2004 de Iberclear.

8. Establecido por la Circular 4/2004 de Iberclear.

a la liquidación independiente del préstamo y su colateral. Los formatos definidos también cumplieron los requisitos del estándar internacional ISO 15022.

- A finales de 2005, se estaba trabajando en unificar los sistemas de intercambio de información de las dos plataformas, CADE y SCLV.
- A mediados de 2006 se espera que se pueda realizar la implantación del SUC-Renta Fija, que se estuvo definiendo en los últimos meses de 2005. El SUC-Renta Fija está orientado hacia la unificación de los procedimientos de case de operaciones sobre valores incluidos en AIAF y en el Mercado de Deuda Pública. También estará adaptado al estándar ISO 15022, con lo que se conseguirá la normalización, la conectividad y la unificación de los procedimientos de case.

En noviembre de 2005 se puso en marcha la Aplicación Unificada de Desglose (AUD), la cual nació con el objetivo de racionalizar comunicaciones de desgloses dentro del holding de mercados BME de forma que dicho proceso se realice de forma centralizada. Esto no impide que cada Sociedad Rectora de Bolsa pueda seguir ofreciendo los servicios complementarios que considere oportunos a sus miembros. Esta aplicación no implica ningún cambio en la operativa de comunicación de los desgloses.

Todavía sigue en fase de desarrollo la reforma del préstamo centralizado, que se va a denominar préstamo administrado de valores, en el que Iberclear sería el encargado de tomar los valores en préstamo y prestarlos a su vez a las entidades que lo requiriesen para poder justificar sus ventas. No fue desarrollado, tal y como se esperaba, en el ejercicio 2005, entre otras razones por el retraso en la implantación del SUC-Préstamos, en el cual se basará el nuevo sistema de préstamos. Está previsto su desarrollo a lo largo del presente ejercicio.

Por otra parte, Iberclear desarrolló⁹ las actuaciones necesarias sobre el régimen de acuerdos de compensación contractual y garantías financieras para adaptar los procedimientos operativos a los términos establecidos en el Real Decreto Ley¹⁰ 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso de la productividad y para la mejora de la contratación pública. Este Real Decreto Ley estableció dos modalidades de garantía financiera: mediante la transmisión del bien dado en garantía o mediante su pignoración. Asimismo, para los valores pignorados, prevé la posibilidad de que las partes pacten lo que se denomina derechos de disposición y sustitución así como la ejecución por apropiación del objeto de las garantías financieras pignorativas.

4.1.4 Derechos de emisión de CO₂

Por último, debe reseñarse que el 20 de junio de 2005 inició su actividad el Registro Nacional de los Derechos de Emisión de Gases de Efectos Invernadero (RENADE), cuya gestión técnica corresponde a Iberclear¹¹. RENADE está configurado como una

9. Establecidas en la Circular 2/2005 de Iberclear.

10. Este Real Decreto Ley incorpora al ordenamiento español la Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio de 2002, sobre acuerdos de garantía financiera.

11. Acuerdo del Consejo de Ministros del 10 de noviembre de 2004.

base de datos electrónica a través de la cual se asegura la publicidad y permanente actualización de la titularidad y control de los derechos de emisión. El Registro está supervisado por el Ministerio de Medio Ambiente y su funcionamiento se ajusta a lo establecido en los acuerdos internacionales en la materia¹² y a la legislación tanto comunitaria como española¹³.

Con carácter previo al inicio de las operaciones, se registró en RENADE el Plan Nacional de Asignación de Derechos, que establece los derechos de emisión asignados a sectores y empresas para el período 2005 a 2007, de acuerdo con lo previsto en la Directiva 2003/87/CE (véase el cuadro 4.7)¹⁴. El número de instalaciones españolas que tienen asignados derechos de emisión de acuerdo con dicho plan es de 855.

Plan Nacional de Asignación de Derechos: reparto por sectores CUADRO 4.7

Toneladas de CO ₂	2005	2006	2007
Azulejos y Baldosas	875.395	875.395	875.395
Cal	2.456.300	2.456.300	2.456.300
Cemento	27.536.362	27.536.362	27.536.362
Cogeneración	11.634.505	11.658.095	11.695.175
Fritas	678.788	678.788	673.843
Generación: Carbón	57.182.005	51.403.313	44.634.534
Generación: Ciclo Combinado	16.614.739	12.015.900	12.768.948
Generación: Extrapeninsular	10.882.108	10.551.461	10.457.261
Generación: Fuel	1.489.649	584.948	0
Generación: Otras Centrales	809.041	809.041	809.041
Generación: Térmica-Ciclo Combinado	1.580.661	1.580.661	1.580.661
Generación: Otras instalaciones mixtas	1.858.600	1.582.896	1.605.544
Pasta y Papel	5.237.856	5.237.856	5.237.856
Refino de Petróleo	15.250.000	15.250.000	15.250.000
Siderurgia	11.230.000	11.230.000	11.230.000
Tejas y Ladrillo	4.718.707	4.718.707	4.718.707
Vidrio	2.243.994	2.243.994	2.243.994
Total	172.278.710	160.413.717	153.773.621
Pro memoria:			
Total de instalaciones que tienen asignadas emisiones de CO ₂			855

Fuente: RENADE.

12. Convención Marco de Naciones Unidas para el Cambio Climático y Protocolo de Kyoto.
13. Reglamento de la Comisión Europea relativo a un sistema normalizado y garantizado de Registros nacionales previsto en el Protocolo de Kioto y Ley 1/2005, de 9 de marzo, por la que se regula el régimen del comercio de derechos de emisión de gases de efecto invernadero.
14. Directiva 2003/87/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 13 de octubre de 2003, por la que se establece un régimen para el comercio de gases de efecto invernadero en la Comunidad y por la que se modifica la Directiva 96/61/CE del Consejo.

4.2 Meffclear

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

En 2005, Meffclear, registró 1.392 operaciones cuyo importe efectivo ascendió a 162.407 millones de euros¹⁵. Con respecto a 2004, Meffclear experimentó un importante descenso tanto en número de operaciones como en el volumen efectivo liquidado (ver cuadro 4.8), lo que va en consonancia con el descenso de la actividad en la plataforma SENAF. Más del 97,5% de la actividad de Meffclear (tanto en número de operaciones como en valor) correspondió a operaciones de SENAF y el resto a operaciones bilaterales realizadas en otras plataformas¹⁶.

Evolución de la actividad en Meffclear

CUADRO 4.8

	2004	2005
Volumen efectivo plataforma SENAF	295.949	160.121
Volumen efectivo operaciones bilaterales	10.386	2.286
Total	306.335	162.407
Número de operaciones plataforma SENAF ¹	2.705	1.363
Número de operaciones bilaterales ²	104	29
Total	2.809	1.392
Nº de miembros	19	19

Fuente: CNMV.

1 Fecha de inicio 15-09-03.

2 Fecha de inicio 02-10-03.

En 2005, se mantuvieron en la cámara el mismo número de miembros (19) que en 2004. Un total de 14 miembros registraron operaciones, siendo el nivel de concentración bastante elevado ya que los 5 miembros con mayor actividad acumularon el 71,4% del volumen total registrado.

15. El promedio diario fue de 671,99 millones de euros.

16. El plazo medio de las operaciones fue de 2,10 días, siendo el de las de SENAF de 1,78 días y el de las operaciones bilaterales de 25,66 días. Durante 2005, el plazo medio de las operaciones de SENAF se redujo, pasando de 2,10 días a 1,78 días.

5 Mercados de productos derivados

La actividad en los mercados de productos derivados financieros españoles se incrementó significativamente en 2005, pese a que la volatilidad media anual en los mercados bursátiles de contado descendió.

La liquidez de las principales acciones cotizadas en la bolsa española y la entrada de nuevos participantes, principalmente no residentes, impulsaron la contratación de productos derivados sobre renta variable española en el Mercado Español de Futuros y Opciones Financieros (MEFF), cuya contratación se incrementó fuertemente en 2005 después de tres años consecutivos de descensos. El segmento de contratos sobre acciones individuales destacó por su elevado dinamismo.

La contratación de warrants en el sistema de negociación electrónica del mercado continuo siguió aumentando a buen ritmo.

5.1 Mercado MEFF

La actividad en MEFF aumentó en 2005 más que el resto de los principales mercados derivados europeos, al contrario de lo que había ocurrido en años anteriores (véase cuadro 5.2). Sólo el mercado de derivados financieros italiano, IDEM/MIF, y la rama holandesa de Euronext crecieron a un ritmo similar a MEFF. La mayor parte de la actividad de productos derivados financieros a nivel europeo siguió concentrándose en los mercados Eurex y Euronext.

Los futuros sobre acciones españolas se convirtieron en el producto más negociado en MEFF por número de contratos (véase cuadro 5.1). Desde su lanzamiento en 2001, la actividad de estos productos ha ido creciendo todos los años. En 2005 la negociación superó los 17,4 millones de contratos, lo que supone un aumento del 70,1%, y las posiciones abiertas a final de año se incrementaron hasta los 1,9 millones de contratos desde los 1,6 millones de contratos de finales de 2004.

Como puede apreciarse en el cuadro 5.3, la negociación se mantuvo concentrada en los contratos sobre las acciones de las seis empresas de mayor liquidez y capitalización¹. Todos ellos tuvieron crecimientos muy fuertes en su contratación, especialmente los contratos sobre Telefónica y SCH. En las opciones sobre acciones se

1. La contratación de los futuros sobre BBVA, Endesa, Iberdrola, Repsol, SCH y Telefónica supuso el 95,5% del total en 2005 frente a un 91,2% en 2004.

Nº de contratos, salvo otra indicación

	2002	2003	2004	2005	% var 05/04
MEFF RF	51.060	1.371	98	46	-53,1
Futuros s/ deuda	51.050	1.371	98	46	-53,1
MEFF RV	27.866.867	21.746.693	21.406.951	31.718.960	48,2
Futuros s/lbex 35	3.515.016	3.227.206	4.158.120	4.816.463	15,8
lbex 35 Plus	3.450.985	3.129.313	4.045.728	4.707.357	16,4
lbex 35 Mini ¹	64.031	97.893	112.392	109.106	-2,9
Opciones s/lbex 35	441.745	243.844	253.160	388.219	53,3
Futuros s/acciones	9.630.899	9.768.607	10.281.086	17.489.192	70,1
Opciones s/acciones	14.278.332	8.507.035	6.714.585	9.025.086	34,4
Contratos S&P ²	875	0	—	—	—
Total MEFF	27.917.927	21.748.064	21.407.049	31.719.006	48,2
Mercado continuo	1.232.351	1.609.679	1.825.468	2.049.281	12,3
Warrants ³	1.232.351	1.609.679	1.825.468	2.049.281	12,3
Pro-memoria					
Total EuroMEFF	4.198.861	5.233.561	4.600.701	2.521.171	-45,2
Futuros s/ deuda europea ⁴	2.583.383	2.879.779	2.815.703	1.440.370	-39,4
Contratos s/ índices europeos ⁵	1.604.330	2.322.356	1.784.965	1.080.801	-39,4
Otros ⁶	11.148	31.427	33	—	-100,0

Fuente: CNMV.

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

1. El número de contratos de los futuros lbex 35 Mini (multiplicador de 1 €) se ha homogeneizado al tamaño del contrato de los futuros lbex 35 Plus (multiplicador de 10 €).
2. Futuros y opciones S&P Europe 350 y Sectoriales (Financiero, Tecnología y Telecomunicaciones). MEFF suspendió la negociación de estos contratos el 10 de noviembre de 2004.
3. Primas negociadas, en miles de euros, en el módulo de negociación electrónica del mercado continuo.
4. Incluye los futuros sobre deuda alemana (Bund, Bobl, Schatz) negociados en Eurex y los futuros sobre bono nacional a diez años negociados en Euronext París (hasta la suspensión de la conexión el 30 de diciembre de 2003).
5. Incluye los futuros sobre los índices DAX 30, DJ EuroStoxx 50 y DJ Stoxx 50 negociados en Eurex, los futuros sobre los índices CAC 40, DJ EuroStoxx 50 y DJ Stoxx 50 negociados en Euronext París (hasta la suspensión de la conexión el 30 de diciembre de 2003), y los futuros y opciones sobre el índice PSI 20 negociados en Euronext Lisboa (hasta la suspensión de la conexión el 19 de marzo de 2004).
6. Incluye los futuros sobre Euribor negociados en Euronext París (hasta la suspensión de la conexión el 30 de diciembre de 2003) y los futuros y opciones sobre acciones individuales (Portugal Telecom. y EDP) negociados en Euronext Lisboa (hasta la suspensión de la conexión el 19 de marzo de 2004).

Miles de contratos

Mercado	2002	2003	2004	2005	% var 05/04
Eurex ¹	801.201	1.014.932	984.328	1.162.532	18,1
Euronext ²	689.208	693.232	740.996	735.480	-0,7
Euronext.Liffe ³	253.986	335.826	362.126	389.119	7,5
Euronext Paris ⁴	357.512	277.882	301.626	237.436	-21,3
Euronext Amsterdam ⁵	77.710	79.524	77.243	108.925	1,0
OM ⁶	60.921	76.611	92.430	102.402	10,8
MEFF	27.918	21.748	21.407	31.719	48,2
IDEM/MIF ⁷	17.247	17.732	16.692	24.214	45,1

Fuente: Eurex y CNMV.

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

1. Deutsche Terminbörse (DTB) y Swiss Options & Futures Exchange.
2. Mercado integrado por los mercados de contado de París, Ámsterdam y Bruselas, y los mercados de derivados Liffe y de Lisboa e Porto.
3. Anteriormente Liffe: London International Financial Futures Exchange.
4. Anteriormente mercados de derivados MATIF y MONEP.
5. Rama holandesa de Euronext.
6. Stockholm Options Market.
7. Italian Derivatives Market (Borsa Italiana)/ Mercato Italiano Futures.

invirtió la tendencia de caída de la actividad de los últimos años. Estos productos tuvieron un aumento importante de su contratación en 2005, un 34,4%, superando los nueve millones de contratos.

La negociación de los contratos sobre Ibex 35 volvió a crecer por segundo año consecutivo, aunque menos que en 2004 (véase cuadro 5.1). Los futuros sobre Ibex 35 plus concentraron la mayor parte de la actividad. La contratación se incrementó un 16,4% y superó los 4,7 millones de contratos. Las posiciones abiertas a finales de año aumentaron hasta los 83,3 mil contratos desde los 81,9 mil contratos de finales de 2004. Por el contrario, se frenó la tendencia ascendente en la actividad de los futuros sobre Ibex 35 mini, cuya negociación descendió moderadamente (-2,9%).

La liquidez de los productos de MEFF renta variable se vio favorecida, como en 2004, por el crecimiento de la actividad de participantes no residentes, tanto de clientes, como de participantes por cuenta propia; en este caso hay que señalar la incorporación de nuevos miembros², con el programa de incentivos a los contribuidores de liquidez.

2. Desde 2004 participa en el mercado una nueva categoría de miembro, el Miembro Negociador por Cuenta Propia, que sólo puede operar por cuenta propia. A estos miembros no se les exige que sean una empresa de servicios de inversión ni una entidad de crédito, por lo que los requisitos de recursos propios son más reducidos. Además, a partir de 2004 MEFF permitió el acceso a la condición de Miembro Liquidador a entidades no residentes.

Nº de contratos

	Opciones			Futuros		
	2004	2005	var % 05/04	2004	2005	% var 05/04
Abertis	30.105	22.148	-26,4	—	—	—
Acerinox	80.476	439.963	446,7	—	—	—
Altadis	98.387	237.332	141,2	37.425	35.545	-5,0
Amadeus	388.458	151.377	-61,0	—	—	—
B. Popular	62.133	109.886	76,9	37.820	131.090	246,6
Bankinter	25.925	32.327	24,7	—	—	—
BBVA	909.304	1.011.611	11,3	1.715.030	2.2278.549	32,9
Endesa	437.818	536.802	22,6	313.076	1.297.923	314,6
Gas Natural	45.185	55.429	22,7	12.609	18.768	48,8
Iberdrola	251.768	260.029	3,3	291.144	968.875	232,8
Inditex	135.864	82.004	-39,4	44.881	24.892	-44,5
Indra	22.859	25.251	10,5	—	—	—
Repsol	735.308	1.106.473	50,5	681.979	477.562	-30,0
SCH	1.365.457	2.456.028	79,9	2.976.413	4.119.846	38,4
Sogecable	43.220	56.298	30,3	—	—	—
Telefónica	1.852.610	2.135.257	15,3	4.075.991	8.029.890	97,0
Tel. Móviles	67.488	74.321	10,1	51.449	93.772	82,3
Terra	13.323	2.117	-84,1	43.269	12.480	-71,2
TPI	43.724	38.759	-11,4	—	—	—
Unión Fenosa	105.173	191.674	82,2	—	—	—
Total	6.714.585	9.025.086	34,4	10.281.086	17.489.192	70,1

Fuente: CNMV.

A ello se añadió en 2005, la introducción de mejoras técnicas. Desde febrero, entró en funcionamiento un sistema de negociación de opciones de bloques, destinado a participantes que realizan operaciones de volumen elevado. Por otro lado, amplió nuevamente el plazo máximo de vencimiento de las opciones, desde los dos años y medio que se había establecido en julio de 2004 hasta los cinco años.

La operativa de los miembros de MEFF a través de EuroMEFF volvió a descender en 2005, esta vez a un ritmo mucho mayor que el año anterior. Esta sociedad de valores proporciona acceso a la contratación de productos derivados financieros de mercados extranjeros. Tras la suspensión de las conexiones con Euronext París y Euronext Lisboa³, EuroMEFF sólo canalizó operaciones en 2005 hacia el mercado alemán Eurex.

3. EuroMEFF suspendió la conexión con Euronext París el 30 de diciembre de 2003 . La conexión con Euronext Lisboa se mantuvo hasta el 19 de marzo de 2004.

La contratación sobre índices bursátiles, que continuó siendo en su mayoría (un 75%) del futuro sobre DJ Eurostoxx 50, se redujo fuertemente, un 39,4%. La contratación de los futuros sobre la deuda alemana (Bund, Bobl y Schatz) de Eurex a través de EuroMEFF también descendió significativamente. La actividad de los productos derivados sobre tipos de interés a largo plazo de la zona euro siguió realizándose en su mayor parte en Eurex, que es el mercado en el que se ha concentrado la contratación de este tipo de contratos desde la práctica desaparición de los diferenciales de tipos de interés en la zona euro⁴.

Número de miembros en MEFF

CUADRO 5.4

	2004	2005
MEFF renta variable	86	109
Liquidadores custodios	33	38
Liquidadores	34	34
Negociadores	16	31
Negociadores por Cuenta Propia	3	6
MEFF renta fija	53	54
Liquidadores custodios	34	36
Liquidadores	13	9
Negociadores	6	9

Fuente: MEFF y CNMV.

5.2 Warrants

5.2.1 Emisiones

El mercado primario de warrants se mostró dinámico en 2005, tanto en términos de importe como en el número de emisiones. El importe de las primas de las emisiones de warrants registradas en la CNMV aumentó un 7,5% anual, hasta los 1,84 millardos de euros, que correspondieron en su mayoría a los warrants sobre acciones. El número de emisiones alcanzó el nivel más alto de los últimos años, con 1.720. El número de emisores, por el contrario, descendió hasta colocarse en seis⁵.

4. En 2005, la negociación de productos sobre tipos de interés a largo plazo en la zona euro fue de 615,8 millones de contratos en Eurex, 17,8 millones de contratos en Euronext.Liffe y 2,4 millones de contratos en OM.

5. Los seis emisores de warrants en 2005 con los respectivos importes emitidos, en millones de euros, entre paréntesis fueron: Societe Generale Acceptance (819), Commerzbank (444), Bankinter (212), BBVA Banco de Financiación (178), Banesto Banco de Emisiones (117) y Banco Santander Central Hispano (69).

Emisiones de warrants registradas en la CNMV

CUADRO 5.5

Importes en miles de euros

	Nº de		Importe ¹			
	Emisores	Emisiones	Total	Acciones	Índices	Otros
2001	11	1.223	5.479.505	3.045.269	2.254.376	179.860
2002	9	1.132	2.338.903	1.652.480	665.616	20.804
2003	7	1.048	1.327.166	753.984	488.956	84.226
2004	7	1.600	1.525.247	929.004	553.758	42.485
2005 ²	6	1.720	1.840.016	1.180.845	559.910	99.262

Fuente:CNMV.

1. Importe de la prima.
2. Incluye emisiones que no requieren un folleto de emisión previo en aplicación de la nueva normativa sobre folletos de emisión (véase capítulo 3).

5.2.2 Negociación

El mercado secundario de warrants sobre activos subyacentes financieros creció en 2005 al mismo ritmo que el año anterior. Las primas totales negociadas en el mercado bursátil de warrants aumentaron un 12,3%, y el número de warrants negociados durante el año un 13,9%. La utilización de estos productos se ha ido recuperando en los últimos años del fuerte descenso registrado en 2002 (véase cuadro 5.6).

El incremento del volumen de contratación total de warrants se produjo gracias al grupo con subyacentes en acciones individuales pues las primas negociadas de warrants sobre índices y sobre divisas descendieron (véase cuadro 5.6).

Contratación de warrants en el mercado continuo*

CUADRO 5.6

Primas negociadas en miles de euros

	Renta variable						Tipos de cambio ¹		Total	
	Índices		Acciones		Total		Total		Volumen	Nº
	Volumen	Nº	Volumen	Nº	Volumen	Nº	Volumen	Nº		
2001	415.185	233	1.207.676	802	1.622.860	1.035	12.609	45	4.635.469	1.080
2002	406.276	360	817.222	1.483	1.223.498	1.843	8.853	42	1.232.351	1.885
2003	480.781	350	1.094.271	1.383	1.575.053	1.733	34.627	66	1.609.679	1.799
2004	550.716	473	1.236.832	1.612	1.787.549	2.085	37.919	98	1.825.468	2.183
2005	501.472	523	1.523.688	1.800	2.025.160	2.323	24.121	163	2.049.281	2.486

* El nº contabiliza las emisiones que registraron contratación en cada periodo.

1. Incluye a los warrants sobre renta fija en los años en los que haya existido negociación.

Los warrants sobre acciones más negociados continuaron siendo los emitidos sobre las empresas españolas de mayor capitalización bursátil⁶. Los warrants sobre acciones extranjeras siguieron teniendo un peso menor, y sólo representaron un 8,1% del total de warrants sobre acciones. De ellos, destacaron nuevamente los emitidos sobre acciones de empresas del sector de telecomunicaciones⁷.

En los warrants sobre índices bursátiles la contratación siguió concentrada en los emitidos sobre el Ibex 35 y, en menor medida, sobre el DAX 30 y el Eurostoxx 50⁸.

5.3 Otros contratos financieros

El registro de contratos de compra/venta de opciones (anteriormente denominados contratos financieros atípicos) en la CNMV volvió a descender significativamente en 2005. Como se aprecia en el cuadro 5.7, el importe nominal emitido fue de 112,2 millones de euros, una cifra muy alejada de los importes registrados desde 2000. Cuatro emisores⁹ registraron este tipo de contratos en la CNMV, frente a ocho en 2003 y 2004.

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

CUADRO 5.7

Importes en miles de euros

	Nº de		Importe ¹			
	Emisores	Emisiones	Total	Acciones	Índices	Otros
2001	23	76	2.093.886	2.093.886	—	—
2002	14	28	1.658.450	1.368.452	200.000	89.998
2003	8	41	500.838	474.511	26.327	—
2004	8	31	247.717	195.305	48.662	3.750
2005	4	12	112.200	87.800	16.400	8.000

Fuente: CNMV.

1. Importe nominal del contrato.

6. La contratación de warrants sobre Telefónica, Repsol, BBVA, Endesa y SCH representó el 60,9% del total de warrants sobre renta variable.

7. Los warrants sobre acciones extranjeras más negociados fueron los emitidos sobre las acciones de Nokia, France Telecom, Alcatel, Deutsche Telecom y Cisco.

8. El importe de las primas contratadas de los warrants sobre Ibex 35, DAX 30 y Eurostoxx 50 supusieron el 15,7%, 3,4% y 3,3% del total de warrants sobre renta variable.

9. Banco Guipuzcoano (78 millones de euros), Sabadell Banca Privada (24 millones), Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Guipúzkoa y San Sebastián (8,4 millones) y Caja Rural Aragonesa y de los Pirineos (7,8 millones).

5.4 Mercados de derivados sobre mercaderías

En 2005, el Mercado de Futuros sobre Aceite de Oliva¹⁰ (MFAO) tuvo un gran crecimiento. La contratación fue de 21.145 contratos¹¹, lo que supuso un aumento anual del 97,8%. Las posiciones abiertas al cierre del año también se incrementaron fuertemente, hasta los 7.625 contratos desde los 2.850 contratos de finales de 2004.

Varias medidas adoptadas en 2005 permitieron incrementar el uso de estos productos entre el sector oleícola (cooperativas, almazaras, envasadores e industriales), lo que se tradujo en un mayor número de participantes¹² y, por tanto, en una mayor liquidez del mercado. Por un lado, se introdujeron dos cambios importantes en la contratación: una reducción del importe de las garantías diarias, que pasó del 12% al 6% del valor total de los compromisos contraídos, y una mejora de los ajustes en el precio de liquidación a vencimiento por la mayor calidad del aceite. A ello se añadió la incorporación como miembro liquidador de MFAO de la Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Córdoba (Cajasur), entidad de gran implantación en el sector agrario en Andalucía.

Por otra parte, la actividad de los warrants sobre materias primas creció también fuertemente en 2005. Estos warrants se negocian igualmente en un segmento específico del mercado continuo. La tendencia alcista en los precios del petróleo impulsó la contratación de warrants sobre el petróleo Brent. Las primas negociadas se multiplicaron por siete, superando los 9,8 millones de euros. Como novedad, cabe señalar el inicio de la contratación de warrants sobre el precio de la onza de oro, cuya negociación en el año fue de 2,8 millones de euros.

Número de miembros en MFAO

CUADRO 5.8

	2004	2005
Liquidadores Custodios	5	5
Liquidadores	6	7
Negociadores	2	2
Industriales	1	1
Total	14	15

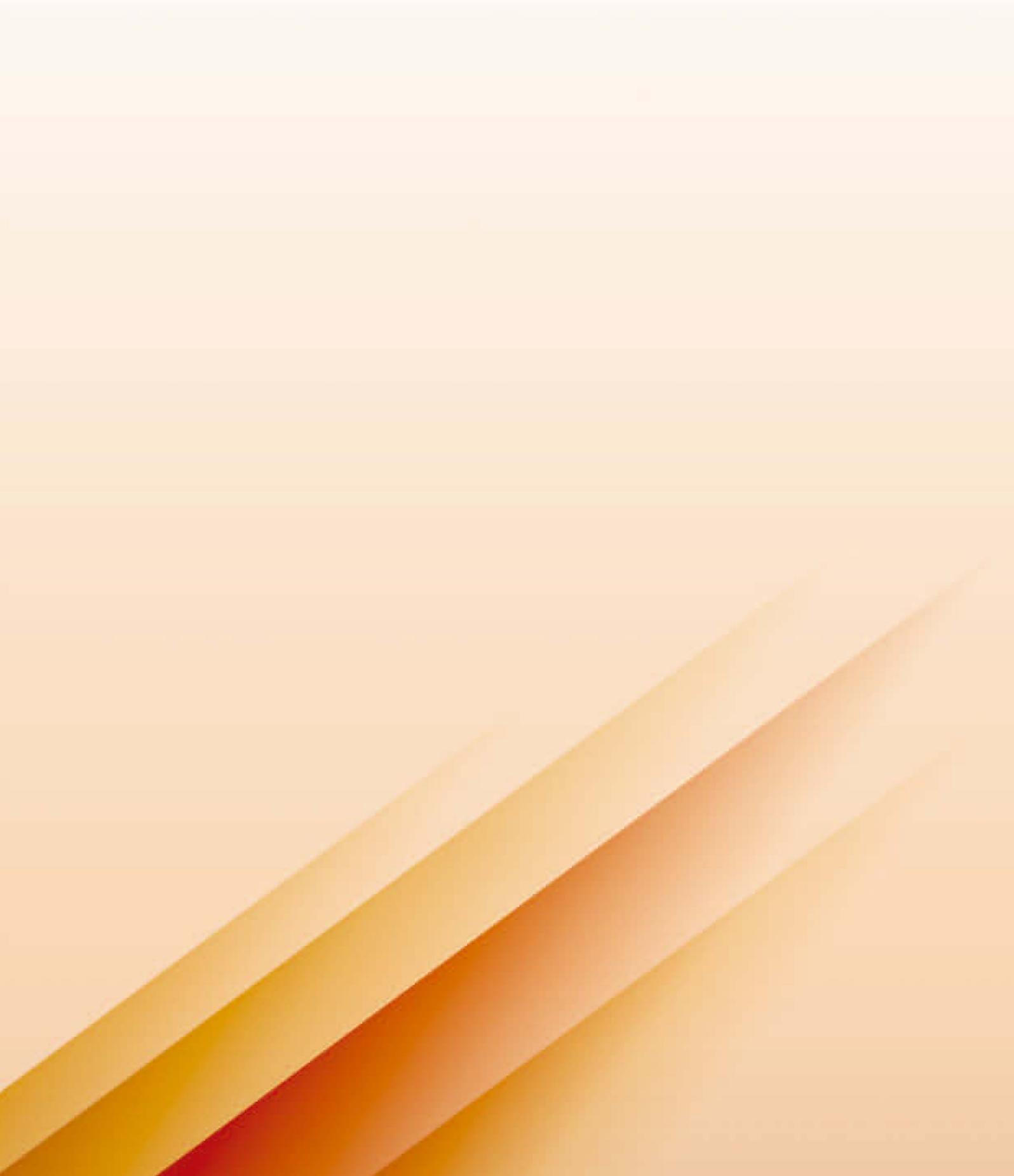
Fuente: MFAO.

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

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

12. El número de clientes se incrementó en 2005 hasta 117 desde los 56 existentes a finales de 2004.

II Entidades financieras y servicios de inversión



6 Inversión colectiva

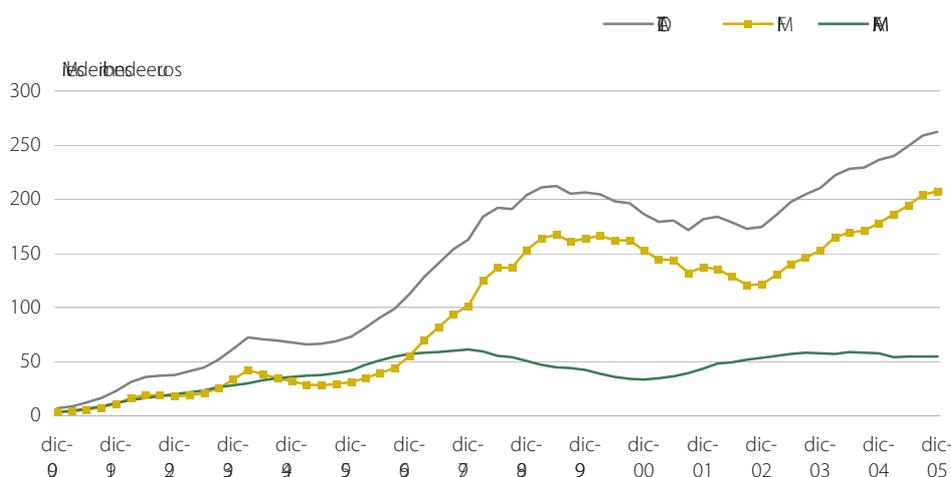
La evolución de las instituciones de inversión colectiva (IIC) y de las entidades que les prestan servicio (sociedades gestoras de IIC y depositarios) en 2005 se puede calificar como globalmente satisfactoria.

El patrimonio conjunto de los fondos de inversión y de las sociedades de inversión de carácter mobiliario creció considerablemente debido tanto a las nuevas suscripciones por parte de los inversores, especialmente en las categorías de fondos más conservadoras, como a la revalorización de su cartera de renta variable. Destaca asimismo el incremento del patrimonio de IIC extranjeras comercializadas en España, a través de las cuales una parte significativa de inversores españoles busca instrumentos financieros alternativos.

Respecto a las sociedades gestoras de IIC, cabe resaltar el crecimiento agregado de sus beneficios, derivado del incremento del patrimonio bajo su gestión. Un elemento a resaltar es el elevado grado de concentración de la actividad en las entidades gestoras pertenecientes a bancos, y también la gran heterogeneidad en las cuentas de resultados entre entidades.

Evolución del patrimonio de los fondos de inversión en España

GRÁFICO 6.1



Fuente: CNMV.

En 2005 se ha concretado la aprobación del Reglamento de IIC¹, que desarrolla la Ley de IIC de 2003² y que persigue tres objetivos: (i) flexibilizar la regulación para que los inversores dispongan de una mayor gama de productos y para que las IIC se puedan adaptar a los cambios del mercado, (ii) reforzar la protección del inversor y (iii) modernizar y agilizar el régimen administrativo. Las características principales de este nuevo desarrollo normativo se abordan en el anexo A.1. Los aspectos relativos a la supervisión de las IIC se explican en el capítulo 11.

6.1 Fondos de inversión

6.1.1 Patrimonio

El patrimonio de los fondos de inversión alcanzó al finalizar 2005 los 262,2 millardos de euros³.

El tamaño alcanzado por la industria española de fondos de inversión indica que es un sector consolidado. El volumen de los activos gestionados por el mismo representan cerca del 30% del PIB nacional y los fondos de inversión suponen en torno al 13% de los activos financieros totales de los hogares⁴. Considerando el ámbito europeo, los activos de los fondos de inversión españoles ocupan el sexto lugar europeo por volumen y concentran algo más del 5% de los activos totales de la región⁵. Comparando el volumen de los activos gestionados con respecto al PIB nacional, España se encuentra entre los primeros países europeos, delante de Reino Unido (28%) e Italia (27%), aunque lejos de Francia (68%) y de la media europea (48%).

El crecimiento de los fondos de inversión mobiliaria (FIM) ha permitido contrarrestar el descenso en los fondos de inversión en activos del mercado monetario⁶ (FIAMM), cuya escasa rentabilidad los hace poco atractivos. En conjunto, los fondos de inversión crecieron más de un 11% en 2005.

El patrimonio de los FIM aumentó en casi 30 millardos de euros en 2005, debido en un 62% a las suscripciones netas y en un 38% a la revalorización de las carteras.

Las suscripciones señalan la orientación marcadamente conservadora del inversor medio español en fondos de inversión. Como se puede observar en el cuadro 6.1, las mayores entradas de fondos en 2005 se produjeron en categorías de bajo riesgo a pe-

1. 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 instituciones de inversión colectiva, y se adapta el régimen tributario de las instituciones de inversión colectiva.
2. Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC.
3. Es preciso señalar que de este patrimonio total, 17,1 millardos de euros corresponde a participaciones adquiridas por fondos de fondos y por fondos subordinados. Estas inversiones afectan principalmente a los fondos de renta fija a corto plazo y a los fondos globales.
4. Véase anexo II.1.
5. Fuente: EFAMA (*European Fund and Asset Management Association*). Datos hasta septiembre de 2005.
6. La Ley de IIC de 2003 eliminó la tradicional distinción entre FIM y FIAMM, clasificando las IIC en financieras y no financieras. En esta línea, el Reglamento de IIC de noviembre de 2005 señaló que todos los fondos de inversión (incluyendo aquellos con vocación de fondos monetarios) serán registrados en la CNMV bajo la denominación común de fondo de inversión (FI) y tendrán el mismo régimen de comisiones.

sar de su reducida rentabilidad y de las significativas rentabilidades registradas por otras categorías de fondos con más riesgo -especialmente de renta variable- (véase el apartado 6.1.4). Precisamente, el buen comportamiento de los precios de la renta variable explica que las revalorizaciones de las carteras de los fondos fueran especialmente significativas en los fondos con esta vocación inversora.

A pesar de la positiva evolución de los precios de la renta variable en los últimos tres años, el conservadurismo del inversor español se plasma en el hecho de que el patrimonio conjunto de los FIM de renta variable pura apenas alcanzaba el 12% del patrimonio total de los fondos de inversión mobiliaria a finales de 2005, un porcentaje significativamente inferior a la media europea, que algunos estudios estiman próximo al 25%. No obstante, es posible que una parte de la inversión que los agentes españoles realizan en modalidades de fondos más arriesgadas esté teniendo lugar a través de IIC extranjeras comercializadas en España, cuyas cifras se analizan de forma separada, en el apartado 6.5.

Respecto a la evolución del patrimonio de los FIAMM, cabe señalar el estancamiento de esta modalidad de fondos como consecuencia, principalmente, de la desaparición de esta categoría en la nueva Ley 35/2003. Este hecho está dando lugar a un trasvase considerable de recursos hacia otras modalidades de fondos de perfil igualmente conservador, especialmente hacia fondos de renta fija a corto plazo. A pesar de este comportamiento, el peso relativo del patrimonio de los FIAMM en el conjunto de fondos de inversión mobiliaria siguió siendo importante (más del 20%).

Finalmente, cabe señalar la buena evolución de los fondos de inversión de carácter inmobiliario, cuyo patrimonio aumentó más de un 50% en 2005 debido principalmente al elevado volumen de suscripciones en el periodo. El patrimonio de este conjunto de fondos representa aún un porcentaje reducido sobre el patrimonio total de los fondos de inversión (2,4% en 2005), pero su crecimiento viene siendo significativo a lo largo de los últimos años, debido en gran medida al incremento de los precios en el sector inmobiliario, pero también a las suscripciones netas.

6.1.2 Partícipes e instituciones

El número de partícipes en fondos de inversión españoles alcanzó los 8,45 millones en 2005, cerca de 570.000 más que el año anterior. De ellos, más de tres cuartas partes tenían sus inversiones en FIM y el resto en FIAMM.

En los FIM, la distribución de partícipes entre las diferentes vocaciones estuvo en consonancia con los incrementos de patrimonio comentados. En el caso de los FIAMM, el estancamiento de patrimonio de estos fondos no tuvo igual reflejo en la evolución del número de partícipes, que registró un incremento del 3,6%. El patrimonio medio por partícipe en el conjunto de la industria de fondos ascendió a 31.000 euros por partícipe.

La importancia de los fondos de inversión en el ahorro de los hogares, que ya se comentó al inicio del capítulo, se observa en el análisis de la tipología de partícipes que invierte en fondos. Al finalizar 2005, el 97% de los inversores en fondos eran personas físicas y poseían el 71% del patrimonio de los FIM y el 86% del de los FIAMM.

Importes en miles de euros

Categoría	Patrimonio	Variación (s/dic 2004)			
		En %	En valor absoluto ¹	Suscripciones netas	Rendimientos netos
Renta fija corto plazo	54.692.442	14,0	6.460.070	5.607.075	852.995
Renta fija largo plazo	12.000.238	-3,3	-199.590	-460.898	261.309
Renta fija mixta	9.573.642	43,4	2.033.772	1.660.870	372.902
Renta variable mixta	6.865.963	-1,5	265.389	-476.384	741.773
Renta variable nacional	9.741.746	21,1	1.899.658	275.992	1.623.666
Renta fija internacional	2.446.718	16,7	257.987	176.930	81.057
Renta fija mixta internacional	5.052.168	-1,3	936.166	688.730	247.436
Renta variable mixta internacional	3.139.611	31,6	241.582	-70.157	311.739
Renta variable Euro	6.314.938	33,7	1.392.506	344.117	1.048.389
Garantizado renta fija	13.442.040	-2,6	-131.575	-354.374	222.799
Garantizado renta variable ²	45.839.761	15,6	6.329.174	4.693.628	1.635.546
Fondos globales	23.730.069	29,4	5.097.875	3.928.149	1.169.726
Renta variable internacional Europa	5.802.483	54,6	2.094.189	1.173.666	920.523
Renta variable internacional Japón	1.592.859	161,9	984.703	680.639	304.064
Renta variable internacional EEUU	1.230.252	28,0	242.445	137.574	104.871
Renta variable internacional Emergentes	1.377.821	116,2	745.360	367.631	377.728
Renta variable internacional otros	4.606.782	16,9	700.256	-51.264	751.520
Total FIM	207.449.533	16,5	29.349.967	18.321.924	11.028.043
Total FIAMM³	54.751.347	-5,6	-3.237.444	-3.877.627	642.191
Total fondos mobiliarios	262.200.880	11,1	26.112.523	14.444.297	11.670.234
Total fondos inmobiliarios	6.471.588	50,5	2.170.742	1.807.618	363.124

Fuente: CNMV.

1. No se incluyen los cambios de patrimonio dentro de cada vocación debido a cambios de vocación.
2. Esta categoría pasará a sustituirse próximamente por las categorías de "garantizado a vencimiento" si garantizan el 100% de la inversión inicial o "fondo con garantía parcial" si garantizan menos del 100%.
3. La variación patrimonial total de los FIAMM no coincide con la suma de las suscripciones netas y los rendimientos netos por la existencia de unos beneficios brutos distribuidos (dividendos) que se contabilizan de forma independiente y que ascendieron a 2,008 millones de euros en 2005.

En cuanto al número de fondos de carácter mobiliario registrados en la CNMV, en 2005 aumentaron los FIM (114⁷) y descendieron los FIAMM (11). La cifra total de fondos de carácter mobiliario a finales de 2005 era de 2.723 y su patrimonio medio

7. De este aumento neto (114), 60 correspondían a fondos globales y 41 a garantizados de renta variable.

ascendió a algo más de 96 millones de euros, una cifra alejada de las estimadas en el ámbito europeo⁸.

En el ámbito de los fondos de inversión de carácter inmobiliario, cabe señalar la estabilidad del número de este tipo de fondos (7), lo que derivó en un incremento notable del tamaño medio de estas instituciones (desde 614 millones de euros por fondo en 2004 hasta 925 millones por fondo en 2005).

Altas y bajas en el registro de entidades en 2005

CUADRO 6.2

Tipo de entidad	Entidades registradas a 31/12/04	Altas	Bajas	Entidades registradas a 31/12/05
Ámbito inversión colectiva:	6.217	398	254	6.361
Fondos de inversión	2.627	264	161	2.730
FIM	2.455	264	150	2.569
FIAMM	165	0	11	154
FIL	7	0	0	7
Sociedades de inversión	3.099	98	73	3.124
SIM	84	0	36	48
SICAV	3.013	94	37	3.070
SII	2	4	0	6
SGIIC	116	4	8	112
Depositarios	137	0	2	135
OICVM ¹	238	32	10	260

Fuente: CNMV.

1. Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (IIC extranjeras).

La inversión socialmente responsable (ISR) en España

El concepto de inversión socialmente responsable (ISR) es amplio y ha variado de forma sustancial a lo largo de los años. Inicialmente estaba relacionado con una discriminación negativa de empresas cuyas actividades no encajaban con las convicciones del inversor. Actualmente, la tendencia internacional está dirigida principalmente a una selección positiva de las empresas, primando a aquéllas que cumplen con una serie de requisitos o estándares de calidad en la gestión empresarial.

La selección positiva es un mecanismo idóneo para fomentar que las empresas actúen de modo socialmente responsable, pues sólo aquellas em-

8. Según estimaciones de la EFAMA (2005) *Fact Book*, el tamaño medio de los fondos de inversión europeos estaría alrededor de 140 millones de euros y en EEUU estas cifras estarían cerca de los 725 millones de euros.

presas que incorporen políticas sociales o éticas en la gestión empresarial serían objeto de elección por parte de los inversores. Adicionalmente, la gestión socialmente responsable puede facilitar la mejora del gobierno de las empresas. La ISR y el buen gobierno corporativo son conceptos, no sólo compatibles, sino que tenderán a interactuar en el futuro.

En España, las instituciones de inversión colectiva socialmente responsables se autorregulan mediante una Circular de INVERCO publicada a finales de 1999, que contó con el visto bueno de la CNMV. El objetivo principal de la Circular era incrementar la transparencia en la información ofrecida a los partícipes, evitando una publicidad engañosa respecto a este tipo de instituciones.

- La Circular regula las IIC socialmente responsables diferenciándolas de las IIC solidarias, al objeto de evitar su confusión. Las IIC solidarias se caracterizan porque la sociedad gestora cede una parte de la comisión de gestión a determinadas entidades benéficas, u organizaciones no gubernamentales, mientras que las socialmente responsable se diferencian por su criterio de inversión (sólo invierten en valores cuyas entidades emisoras cumplen unos determinados criterios de responsabilidad social).
- Asimismo, la normativa dispone unos requisitos mínimos que deben cumplir las IIC socialmente responsables, o éticas, para ser consideradas como tales. En particular, la política de inversión deberá estar recogida en su folleto, que detallará el ideario ético y establecerá los criterios de selección que deben cumplir los valores que integren la cartera del fondo.

Aunque en 2005 se percibió aumento del interés por este tipo de IIC, el desarrollo del sector en España sigue siendo, por el momento, modesto. Este hecho se podría atribuir principalmente a una difusión inadecuada o insuficiente de información y no al marco autoregulatorio establecido que, en principio, parece lo suficientemente flexible como para no obstaculizar su desarrollo.

A finales de 2005, existían en España 18 instituciones de inversión colectiva socialmente responsables (17 fondos de inversión y 1 SICAV). Tanto el patrimonio gestionado por estas entidades como su número de inversores son reducidos (0,40% del patrimonio total de IIC y 0,58% de inversores) si se compara con las cifras existentes en otros países europeos con mayor tradición en esta materia. Por ejemplo, en el Reino Unido, líder de esta modalidad de inversiones, el patrimonio de las IIC que corresponde a ISR alcanza cifras del 36% del patrimonio total de IIC.

En lo referente a la política de inversión de estas instituciones en nuestro país, resalta el hecho de que la mayoría son fondos de inversión mixtos,

pues invierten tanto en instrumentos de renta fija como de renta variable, y están destinados al inversor minorista. Estos aspectos son distintivos de las entidades españolas pues en otros países, la ISR se asocia mayoritariamente a fondos de renta variable y a inversores institucionales.

6.1.3 Política inversora

En 2005 se distinguieron las siguientes tendencias en la política inversora de los fondos de inversión:

- Se ha incrementado el peso de la cartera exterior en los FIM, que ya desde el año anterior viene superando a la cartera interior.
- Respecto a la composición de sus carteras, en el caso de los FIM destacó el incremento de los activos de renta fija privada en la cartera interior. La renta fija privada pasa a ocupar el segundo lugar en cuanto a su peso (tras las acciones y participaciones en fondos), en detrimento tanto de la renta fija pública y de la adquisición temporal de activos.
- En la cartera exterior, el patrimonio en renta fija creció, pero perdió importancia relativa en el patrimonio total. La inversión en renta variable aumentó en la cartera exterior beneficiada por el dinamismo de las bolsas europeas, japonesa y emergentes y también por la apreciación de la divisa norteamericana.
- En el caso de los FIAMM, también disminuyó la inversión en renta fija pública y en adquisiciones temporales de activos a favor de la inversión en valores de renta fija privada, probablemente con el fin de perseguir un cierto aumento en la rentabilidad de su patrimonio.

Hay que señalar que muchos de los fondos de inversión registrados a partir de la fecha de publicación del Reglamento de IIC incluyeron en sus políticas algunas de las nuevas posibilidades de inversión admitidas para este tipo de instituciones⁹. No obstante, la autorización de algunas figuras novedosas se retrasó hasta la finalización de desarrollos normativos adicionales.

Los fondos de inversión han venido jugando un papel determinante en el desarrollo de los mercados de valores en España, contribuyendo a su profundidad y a su liquidez. Una medida de su importancia como inversor institucional la proporciona el peso de su cartera en relación al saldo vivo de los diferentes activos financieros¹⁰. A este respecto destaca el mantenimiento del peso que supone el patrimonio de los

9. Entre ellas destaca la ampliación de los activos aptos para la inversión, entre las que destaca la posibilidad de invertir entre el 5% y el 50% del patrimonio en otras IIC. Otra de las novedades consiste en poder invertir más del 10% del patrimonio en depósitos en entidades de crédito a la vista o que puedan hacerse líquidos con un vencimiento no superior a doce meses y en instrumentos del mercado monetario no cotizados y, hasta un 10%, en todo tipo de valores e IIC, incluidas las de inversión libre, los fondos de fondos y las entidades de capital-riesgo.

10. Véase anexo II.1.

Importes en millones de euros, a valor de mercado

	FIM			FIAMM		
	2004	2005	% sobre el patrimonio total, 2005	2004	2005	% sobre el patrimonio total, 2005
Liquidez	5.280	6.564	3,2	1.227	1.643	3,0
Inversión en cartera	173.383	202.102	97,4	56.830	53.172	97,1
Cartera interior	79.442	88.951	42,9	34.617	34.733	63,4
Acciones y part. en fondos de inversión	26.361	28.858	13,9	0	0	0,0
Valores de renta fija pública	12.690	11.547	5,6	3.167	2.691	4,9
Valores de renta fija privada	17.884	25.811	12,4	16.087	19.876	36,3
Adquisición temporal de activos	22.349	22.251	10,7	15.358	12.166	22,2
Resto	157	483	0,2	5	0	0,0
Cartera exterior	93.941	113.151	54,5	22.213	18.439	33,7
Euros	85.480	100.440	48,4	22.203	18.431	33,7
Resto	8.461	12.711	6,1	10	8	0,0
Saldo neto (Deudores-Acreedores)	-563	-1.216	-0,6	-68	-63	-0,1
Patrimonio	178.100	207.450	100,0	57.989	54.751	100,0

Fuente: CNMV.

fondos invertido en renta en tasas cercanas al 5% de la capitalización de las bolsas nacionales desde el año 2003. También se mantiene estable la participación de los fondos en el mercado de renta fija privada desde hace varios ejercicios en valores cercanos al 10% del saldo vivo de estos instrumentos (especialmente por la inversión de valores de corto plazo). Por último, la participación en renta fija pública muestra una tendencia descendente.

Esta estabilización de la participación de la inversión institucional española en los mercados españoles es acorde con el aumento de la importancia de la cartera exterior señalada anteriormente. A su vez, este hecho puede reflejar la desaparición del riesgo de cambio entre las monedas europeas, ya que la inversión en euros es significativamente mayoritaria.

Participaciones significativas de los fondos de inversión en empresas cotizadas

La importancia alcanzada por los fondos de inversión en los mercados financieros ha originado una de las novedades más importantes del reciente Reglamento de IIC en materia de obligaciones para las sociedades gestoras. El artículo 81 del citado reglamento establece la obligación, como norma general, de que la sociedad gestora deje constancia, en su informe anual, de su política en relación con el ejercicio de los derechos políticos inherentes a los valores incluidos en las carteras de los fondos que gestionen.

Además, la mencionada sociedad gestora estará obligada a ejercer los derechos políticos de esos valores, siempre que (i) el emisor sea una sociedad española, (ii) la participación de los fondos gestionados tenga una antigüedad superior a 12 meses, y (iii) la participación alcance al menos el uno por ciento del capital de la sociedad participada.

Al finalizar 2005, diez sociedades gestoras de IIC tenían bajo gestión fondos cuya inversión en valores de emisores españoles conjunta superaba el uno por ciento del capital de la sociedad participada. Destacan dos de ellas (Bestinver Gestión y Santander Gestión), tanto por el número de valores del mercado continuo en los que mantenían participaciones significativas, como por el volumen de dicha participación (véase cuadro inferior). El número de empresas en las que los fondos de inversión tenían participaciones significativas ascendía a 33 al finalizar el ejercicio. De ellas, sólo 2 pertenecían al Ibex 35, por lo que cabe concluir que el grueso de participaciones significativas tenía lugar sobre sociedades de capitalización mediana y pequeña. En algunos casos, las participaciones agregadas del conjunto de fondos de inversión de una gestora alcanzaban una proporción considerable del capital total de la empresa (en algunos casos superiores al 10%).

Participaciones significativas de las gestoras de IIC

CUADRO 6.4

Sociedad Gestora	Número de valores del mercado continuo	Rango de participaciones* (%)	
		Máxima	Mínima
Bestinver Gestión	21	7,8	1,2
Santander Gestión	10	3,9	1,1
Bansabadell Inversión	7	2,1	1,1
Barclays Fondos	7	1,6	1,0
Ibercaja Gestión	2	3,7	1,2
Sogeval	2	1,3	1,0
Gaesco Gestión	1	1,0	1,0
Gesbeta Meespierson	1	1,7	1,7
Gestora Bancaza	1	2,2	2,2
Renta 4 Gestora	1	1,7	1,7

Fuente: CNMV.

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

6.1.4 Rentabilidades y comisiones

En 2005 todas las categorías de fondos mostraron rentabilidades netas¹¹ positivas, si bien existió una gran heterogeneidad entre ellas.

11. Es decir, descontando las comisiones cargadas.

En línea con la subida de las bolsas, destacó de forma especial el incremento de la rentabilidad de los fondos de renta variable, especialmente los de carácter internacional (véase cuadro 6.5), con rentabilidades superiores al 40% en alguna categoría.

Por el contrario, las categorías de renta fija pura, tanto a corto como a largo plazo, mostraron rentabilidades modestas debido a la evolución de los tipos de interés. Las rentabilidades medias de estas categorías fueron inferiores a la inflación española de 2005 (3,7%); es decir, obtuvieron rendimientos reales negativos (véase gráfico 6.2). El patrimonio de los fondos de inversión cuyo rendimiento fue inferior a la tasa de inflación alcanzó el 63% del patrimonio total de los fondos de inversión en 2005¹².

Rentabilidad de los fondos de inversión: detalle por categoría

CUADRO 6.5

En %

Categoría	2001	2002	2003	2004	2005
Renta fija corto plazo	3,8	2,7	1,9	1,8	1,6
Renta fija largo plazo	4,0	4,3	2,6	3,4	2,2
Renta fija mixta	-0,5	-3,8	5,1	4,0	4,7
Renta variable mixta	-6,6	-15,9	11,3	6,9	11,7
Renta variable nacional	-8,8	-26,9	29,0	19,5	20,8
Renta fija internacional	2,9	-0,6	1,7	1,8	3,8
Renta fija mixta internacional	-1,3	-2,4	2,4	3,0	5,4
Renta variable mixta internacional	-8,6	-18,0	7,6	4,3	12,2
Renta variable euro	-19,0	-33,5	16,9	9,2	22,6
Renta variable internacional	-20,8	—	—	—	—
Garantizado renta fija	4,4	4,5	2,4	2,5	1,7
Garantizado renta variable ¹	0,2	0,4	2,7	3,9	3,8
Fondos globales	-10,4	-12,4	5,8	2,3	6,3
Renta variable internacional Europa	—	-33,8	13,4	8,6	22,3
Renta variable internacional Japón	—	-25,4	11,8	5,9	40,5
Renta variable internacional EEUU	—	-34,3	10,0	0,4	12,6
Renta variable internacional Emergentes	—	-24,5	26,5	22,9	52,2
Renta variable internacional Otros	—	-35,2	11,8	4,7	21,2
Total FIM	-2,9	-5,6	5,2	4,2	6,4
Total FIAMM	3,6	2,4	1,5	1,2	1,2
Total Fondos mobiliarios	-1,6	-3,3	4,0	3,4	5,2
Total Fondos inmobiliarios	7,5	7,9	6,9	6,7	5,4

Fuente: CNMV.

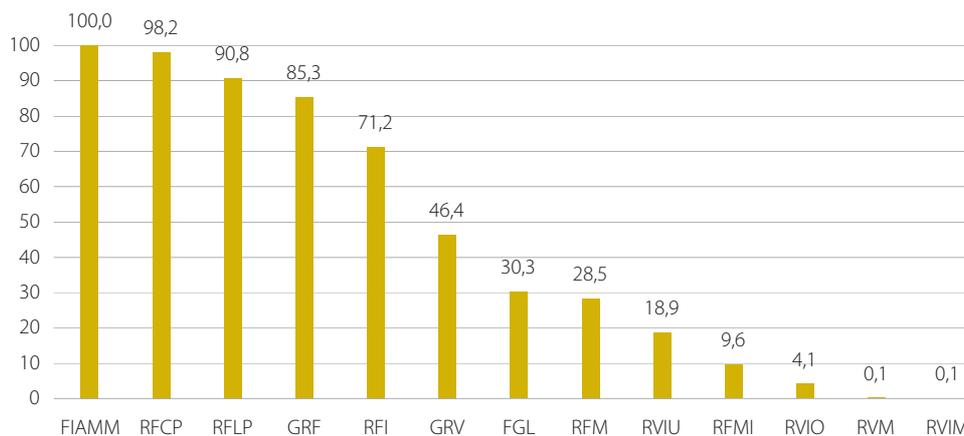
1. Esta categoría pasará a sustituirse próximamente por las categorías de "garantizado a vencimiento" si garantizan el 100% de la inversión inicial o "fondo con garantía parcial" si garantizan menos del 100%.

12. Este patrimonio afectaba al 54% de los partícipes e implicaba el 41% de las instituciones.

Porcentaje del patrimonio de los fondos de inversión mobiliaria con rentabilidad inferior a la tasa de inflación

GRÁFICO 6.2

Entidades financieras y servicios de inversión
Inversión colectiva



Fuente: CNMV.

En relación a los gastos repercutidos a los fondos de inversión¹³, cabe señalar que se mantiene el descenso iniciado hace varios ejercicios de las comisiones de gestión sobre el patrimonio medio diario, tanto para el agregado de los FIM como para los FIAMM. En el primer caso, estas comisiones descendieron desde el 1,16% del patrimonio medio diario en 2004 hasta el 1,13% en 2005. En el segundo, el descenso de las comisiones de gestión fue desde el 0,87% hasta el 0,84%.

Entre las causas principales de tal comportamiento se podría citar el mayor peso del patrimonio de las categorías de fondos de renta fija y la adecuación de las comisiones a la rentabilidad decreciente derivada del contexto de tipos de interés bajos.

Las comisiones de depósito (el segundo tipo más importante de gastos por su volumen) mantuvieron su peso en relación al patrimonio medio diario tanto para los FIM (0,10%) como para los FIAMM (0,11%).

La evolución de las comisiones de gestión y de depósito de los fondos de inversión

Las comisiones de gestión y depósito concentran conjuntamente en torno al 98% de sus gastos totales de los fondos de inversión. Su evolución en los últimos años ha sido decreciente, aunque el grado de descenso varía según distintas características de los fondos y de los partícipes. Según un estudio interno de la CNMV la evolución de las comisiones entre 2000 y 2004 pone de manifiesto:

13. Véase anexo II.2.

Comisiones medias de gestión sobre el patrimonio medio diario*

	FIM		FIAMM	
	2000	2004	2000	2004
Tamaño del fondo				
Mayores	1,51	1,25	1,08	1,16
Menores	1,42	0,91	1,01	0,83
Tamaño de gestora				
Grandes	1,46	1,26	1,06	0,90
Mediana	1,54	1,19	1,06	0,87
Pequeñas	1,40	1,15	1,00	0,84
Grupo financiero				
Bancos	1,48	1,27	1,04	0,86
Cajas	1,52	1,19	1,10	0,92
Otros	1,38	1,15	0,95	0,82
Ratio patrimonio / partícipe				
Grupo I (mayor ratio)	1,10	0,62	0,84	0,61
Grupo II	1,50	1,34	1,05	0,90
Grupo III	1,70	1,39	1,11	0,99
Grupo IV (menor ratio)	1,70	1,61	1,19	0,99
Según naturaleza partícipe				
Personas jurídicas	1,26	0,94	0,96	0,85
Personas físicas	1,54	1,30	1,06	0,88
Edad del fondo				
Grupo I (mayor antigüedad)	1,69	1,49	1,12	0,99
Grupo II	1,38	1,08	1,06	0,95
Grupo III	1,44	1,13	1,11	0,95
Grupo IV (menor antigüedad)	1,40	1,24	0,92	0,60

Fuente: CNMV.

* Los datos se han depurado para eliminar duplicidades y datos atípicos.

- Las comisiones descienden más en las categorías de renta fija, mientras que tienden a mantenerse en las de renta variable.
- Existe una relación positiva entre el tamaño del fondo y de la entidad gestora y las comisiones cargadas.
- Existe una relación negativa entre la aportación media de los partícipes (medida por el patrimonio medio por partícipe) y las comisiones soportadas por éstos.

- Respecto a las diferencias entre grupos financieros, cabe señalar que son las entidades independientes las que muestran menores comisiones.
- En relación al tipo de partícipe del fondo, se encuentran diferencias significativas entre las comisiones que soportan los inversores institucionales (menores) y los minoristas (mayores).
- Finalmente, también se encuentra una relación positiva entre la edad del fondo y sus comisiones medias, lo cual contradice, por tanto, la denominada “curva de aprendizaje”.

En la evolución descendente de las comisiones parece que han influido la reducción de las comisiones máximas legales aplicables y el descenso de las rentabilidades registrado en los últimos años. Por el contrario, unas primeras conclusiones parecen apuntar a que los inversores no toman en consideración las comisiones cargadas por los fondos a la hora de decidir sus inversiones. Este hecho puede reflejar situaciones de (i) falta de competencia en precios en el sector o concentración del poder de mercado en grupos financieros; (ii) elevada fidelización de clientes por las grandes entidades financieras nacionales; o (iii) posibles deficiencias en la difusión de información adecuada a los inversores sobre la oferta y las oportunidades de inversión en el sector.

6.2 Sociedades de inversión de capital variable (SICAV)

La Ley de IIC aprobada en 2003 estipulaba que las únicas sociedades de inversión mobiliaria que se consideraban instituciones de inversión colectiva eran las sociedades de inversión de capital variable (SICAV).

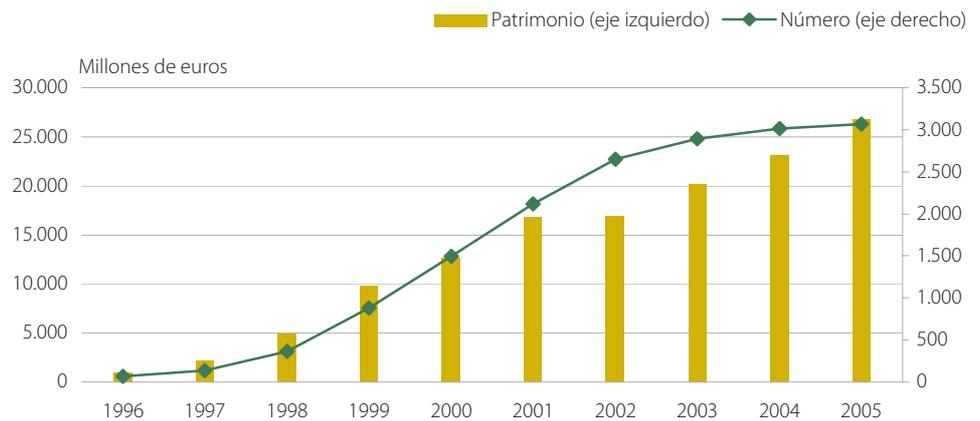
A partir de entonces muchas sociedades de inversión de capital fijo (SIM) existentes se han transformado en SICAV, movimiento que ha continuado en 2005, ya que de no hacerlo, causarían baja en los registros de la CNMV. Al finalizar el ejercicio, 36 SIM se habían dado de baja de los registros de la CNMV: 31 de ellas se transformaron en SICAV, 3 se transformaron en sociedades anónimas de régimen ordinario y 2 se disolvieron. No obstante, aún permanecían 48 de ellas registradas¹⁴.

Las SICAV son instituciones que se dirigen a inversores con un nivel de recursos mayor que los de los fondos de inversión. El patrimonio medio por accionista de las SICAV superaba los 65.000 euros al finalizar 2005, frente a los 31.000 euros de media por partícipe en los fondos de inversión. También hay diferencias notables en el tamaño medio de la institución ya que, frente a 96 millones de euros en el caso de los fondos, las SICAV tienen un patrimonio medio de 8,7 millones de euros. Esto implica que, aunque el número de SICAV supera al de los fondos (véase cuadro 6.2), el patrimonio gestionado por las mismas sólo representa un 10% del de los fondos y

14. El plazo del que disponían las SIM para transformarse en SICAV finalizó el 5 de febrero de 2006.

Evolución del número de SICAV y del patrimonio

GRÁFICO 6.3



Fuente: CNMV.

Distribución del patrimonio de las SICAV

CUADRO 6.6

Importes en miles de euros

	2004	2005	% var 05/04
Nº accionistas	359.151	409.044	13,89
Patrimonio	23.176.453	26.751.806	15,43
Cartera interior	12.243.399	13.285.150	8,51
Acciones	4.055.236	5.546.922	36,78
Participaciones en fondos de inversión	735.715	928.641	26,22
Activos monetarios públicos	89.241	127.571	42,95
Otra renta fija pública	709.828	841.122	18,50
Activos monetarios privados	140.080	327.900	134,08
Otra renta fija privada	328.776	389.900	18,59
Warrants y opciones nacionales	6.873	15.558	126,36
Adquisición temporal de activos	6.177.591	5.107.468	-17,32
Cartera no cotizada	59	68	15,25
Cartera exterior	10.218.650	12.764.717	24,92
Euros	7.268.430	8.974.096	23,47
Resto	2.950.220	3.790.621	28,49
Liquidez	579.288	694.557	19,90
Saldo neto*	135.116	7.382	-94,54

Fuente: CNMV.

* Diferencia entre el resto de cuentas deudoras y acreedoras.

los inversores que invierten en ellas son alrededor de un 5% de los que invierten en fondos (véase cuadro 6.6).

A finales de 2005, el número de SICAV ascendía a 3.070, 57 más que el ejercicio anterior y su patrimonio gestionado superaba los 26,7 millardos de euros (en torno al 3% del PIB español). Es destacable el crecimiento registrado en los últimos años por estas entidades (véase gráfico 6.3). El ejercicio 2005 también puede considerarse como globalmente favorable para las SICAV a la vista de los incrementos en su número de inversores (13,9%) y de su patrimonio (15,4%).

Respecto a las pautas de inversión de estas instituciones, cabe señalar que la cartera interior aún tiene más peso que la exterior (situación opuesta a la de los fondos), aunque en 2005 descendió su importancia relativa y su peso quedó en el 49,7% al finalizar el año. Dentro de la cartera interior, destaca la proporción invertida en acciones, que además ha aumentado en 2005. También tiene un peso importante la inversión en adquisiciones temporales de activos, aunque en 2005 disminuyó (véase cuadro 6.6).

Una de las novedades de la Ley de IIC de 2003 y de su Reglamento se ha referido a los mecanismos de liquidez con que deben contar las SICAV. La ley eliminó el requisito de cotizar en Bolsa de forma obligatoria para que las SICAV fueran consideradas IIC y pudieran recibir el tratamiento fiscal de estas instituciones. El Reglamento de IIC ofreció tres posibles mecanismos de liquidez para estas entidades:

- i. la negociación de sus acciones en bolsas de valores,
- ii. la negociación de sus acciones en algún otro mercado o sistema organizado de negociación, o
- iii. la existencia de un mecanismo para la adquisición y venta de las acciones análogo al utilizado por los fondos de inversión para la tramitación de las suscripciones y los reembolsos.

Dentro de la segunda alternativas se incluye el “Mercado Alternativo Bursátil” (MAB), desarrollado por BME, como un Sistema Alternativo de Negociación (SON), y autorizado por el Consejo de Ministros el 30 de diciembre de 2005. El MAB cuenta con un segmento diseñado para dar liquidez a las SICAV que lo deseen y con otro destinado a la negociación de valores de compañías pequeñas y medianas. El MAB comenzó sus pruebas técnicas a finales de febrero de 2006. Su organización y funcionamiento serán supervisados por la CNMV.

6.3 Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC)

La evolución de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) fue favorable en 2005, si bien se observan diferencias considerables entre entidades (que se analizarán posteriormente).

Las SGIIC gestionan la totalidad de los fondos de inversión y cerca del 96,3% de las SICAV registradas¹⁵ ¹⁶. A finales de 2005 existían 112 SGIIC, tras haberse dado de alta cuatro entidades¹⁷ y ocho de baja¹⁸.

6.3.1 Patrimonio e instituciones gestionadas

El número de carteras y el volumen de patrimonio gestionado por las SGIIC crecieron en 2005, según se ha descrito en los dos apartados anteriores (véanse cuadros 6.7 y 6.8). Según se ha señalado, destaca el crecimiento del patrimonio gestionado correspondiente a los FIM y a las SICAV y el descenso del patrimonio correspondiente a FIAMM y SIM.

El patrimonio medio gestionado por entidad aumentó considerablemente (desde 2,3 millardos de euros por entidad en 2004 hasta 2,6 millardos en 2005) como consecuencia del incremento en el patrimonio gestionado y del descenso en el número de gestoras.

No obstante, es preciso destacar el elevado y relativamente persistente grado de concentración mostrado por las SGIIC. Al finalizar 2005, las 10 entidades de mayor tamaño concentraban el 68,2% del patrimonio total de las IIC y el 71,9% de los inversores. En 2004 estos porcentajes eran del 70,6% para el patrimonio y 71,9% para los inversores.

Otro rasgo singular de las SGIIC españolas es el elevado porcentaje de las mismas que pertenece a bancos y cajas, especialmente a los primeros. Concretamente, el patrimonio gestionado por las gestoras pertenecientes a estos dos tipos de grupos fi-

Número de carteras gestionadas por las SGIIC: detalle por tipo de IIC CUADRO 6.7

	31/12/2004	31/12/2005	% var 05/04
FIAMM	165	154	-6,7
FIM	2.456	2.569	4,6
SIM	62	32	-48,4
SICAV	2.900	2.957	2,0
Fondos de inversión inmobiliaria	7	7	0,0
Sociedades de inversión inmobiliaria	2	6	200,0
Total	5.592	5.725	2,4

Fuente: CNMV.

15. Lo que representaba el 93,8% de su patrimonio.

16. Los fondos de inversión no tienen personalidad jurídica por lo que necesariamente deben ser gestionados por una entidad de este tipo. Las sociedades de inversión tienen personalidad jurídica y pueden estar autogestionadas o delegar la gestión en una tercera entidad (que puede ser una SGIIC, una SGC, una SAV, etc...).

17. Tres eran independientes, para más detalle, véase anexo II.3.

18. Entre las SGIIC que se dieron de baja, dos de ellas -Lusogest y BI Gestión Colectiva- fueron absorbidas por la misma SGIIC -Espíritu Santo Gestión-, dos se transformaron en sociedades anónimas de régimen común y cuatro se liquidaron definitivamente.

Importes en miles de euros

	31/12/2004	31/12/2005	% var 05/04
FIAMM	57.988.791	54.751.347	-5,6
FIM	178.099.563	207.449.533	16,5
SIM	1.314.316	404.813	-69,2
SICAV	21.609.354	25.081.071	16,1
Fondos de inversión inmobiliaria	4.300.846	6.471.588	50,5
Sociedades de inversión inmobiliaria	56.440	213.879	278,9
Total	263.369.310	294.372.231	11,8

Fuente: CNMV.

nancieros superaba el 90% del patrimonio total de las IIC al finalizar el ejercicio 2005 (62% para los bancos y 28% para las cajas).

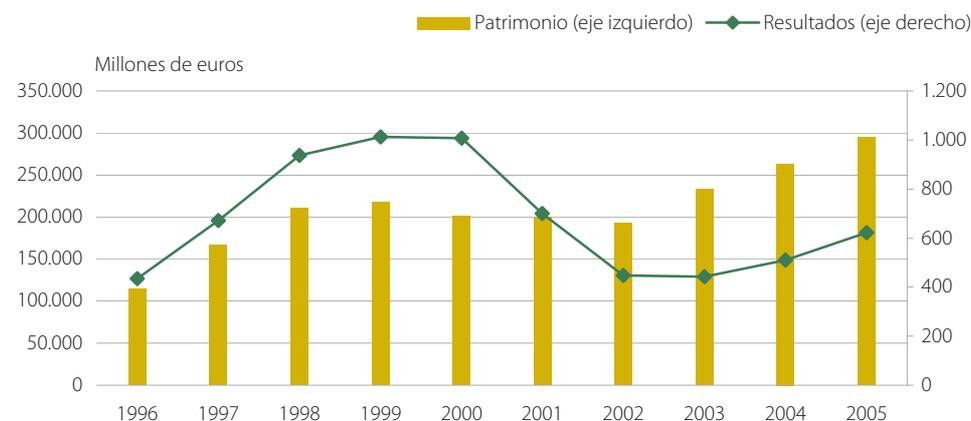
No obstante, en 2005 se produjo un cierto descenso de la cuota de mercado de los bancos (superior a 2 puntos porcentuales) que se repartió de forma igualitaria entre cajas y grupos independientes. Este hecho puede venir relacionado con el elevado volumen de vencimientos de fondos garantizados (que se concentran especialmente en las gestoras de los bancos).

6.3.2 Resultados

Los beneficios agregados antes de impuestos de las SGIIC crecieron un 21,6% en 2005 (véase cuadro 6.9), aunque no llegaron a alcanzar los máximos históricos de 1999 y 2000 (véase gráfico 6.4).

Sociedades Gestoras de IIC: patrimonio gestionado y resultados

GRÁFICO 6.4



Fuente: CNMV.

Los ingresos por comisiones de gestión de IIC crecieron menos de lo que lo hizo el patrimonio gestionado por estas sociedades, pero este hecho fue compensado por el menor ascenso en las comisiones satisfechas.

Cuenta de pérdidas y ganancias de las SGIIC

CUADRO 6.9

Importes en miles de euros

	2004	2005	% var 05/04
Margen financiero (MF)	27.138	29.633	9,2
Beneficios netos en valores (BV)	2.816	7.847	178,7
Comisiones netas percibidas	767.831	897.419	16,9
Comisiones percibidas, de las que			
Gestión de IIC	2.672.345	2.976.233	11,4
Suscripción y reembolso	54.332	60.109	10,6
Otras	6.404	8.810	37,6
Comisiones satisfechas	1.965.250	2.147.733	9,3
Margen ordinario	797.785	934.899	17,2
Gastos de explotación	265.378	286.779	8,1
Gastos de personal	127.232	144.208	13,3
Gastos generales	138.146	142.571	3,2
Margen de explotación	532.407	648.120	21,7
Amortizaciones y otras dotaciones	16.776	14.593	-13,0
Otras ganancias y pérdidas	-3.542	-10.748	203,4
Resultados antes de impuestos	512.089	622.779	21,6
Impuestos	178.336	215.279	20,7
Resultados después de impuestos	333.753	407.500	22,1

Fuente: CNMV.

En relación con los fondos propios de las SGIIC, el crecimiento de los resultados de 2005 propició un aumento del ROE del sector antes de impuestos desde el 49% en 2004 hasta el 53% en 2005. No obstante, es preciso aludir, una vez más, a la fuerte heterogeneidad entre entidades. La mejora del ROE se atribuye a la fortaleza de las sociedades gestoras de mayor tamaño y beneficios elevados, mientras que se mantiene en un nivel no desdeñable el número de sociedades en pérdidas (16) y de SGIIC cuyas cuentas de resultados muestran algunas debilidades.

6.4 Depositarios de IIC

Los depositarios tienen encomendado el depósito o custodia de los valores, efectivo y, en general, de los activos objeto de las inversiones de las IIC, así como la vigilancia de la actuación de las sociedades gestoras y, en su caso, de otros administradores de las IIC¹⁹. Así pues, los depositarios reúnen funciones de guarda y custodia y de control, esenciales para la protección de los inversores. Los bancos, las cajas de ahorro, las cooperativas de crédito y las sociedades y agencias de valores pueden ejercer la función de depositario. La inscripción de esta actividad corresponde a la CNMV.

Al finalizar 2005 estaban registrados en la CNMV 135 depositarios de IIC, dos menos que en el año anterior. Se mantiene la reducción en el número de este tipo de entidades debido al proceso de consolidación en que se encuentra este sector desde hace varios ejercicios, y que se manifestó en los dos casos en la absorción de la entidad depositaria que se dio de baja. Respecto a la cuota de mercado de los distintos tipos de entidades depositarias, cabe señalar la preponderancia de los bancos en este servicio, pues concentraban más del 66% del patrimonio en custodia de las IIC en diciembre. Les sigue en importancia las cajas de ahorro (26,8%), las cooperativas de crédito (3,8%) y las sociedades y agencias de valores (2,9%).

6.5 Comercialización en España de IIC extranjeras

El volumen de fondos captados en España gestionados por IIC extranjeras volvió a incrementarse significativamente en 2005 (véase cuadro 6.10). Este patrimonio, que alcanzó los 33,6 millardos de euros, supera ya el de otras IIC españolas como las SICAV y prácticamente se ha triplicado en los últimos tres años. Su magnitud equivale al 11,6% de las IIC nacionales de carácter mobiliario.

El éxito de la internacionalización de las inversiones en IIC de los inversores españoles tiene origen en diversas causas: (i) el creciente interés en estas instituciones por parte de los inversores de patrimonios elevados, (ii) la popularización de la gestión de carteras, (iii) el aumento de la venta directa de estos productos en algunas grandes redes de comercialización y (iv) el buen comportamiento de algunas plataformas de contratación, asesoramiento y análisis de IIC. Las elevadas revalorizaciones asociadas a la cartera de renta variable también habrían tenido un papel importante en el crecimiento del patrimonio captado por estas instituciones, ya que la mayor parte de ellas está asociada a vocaciones inversoras de riesgo elevado.

El número de estas entidades aumentó en 22 a lo largo del año hasta las 260. La cifra de inversores en IIC extranjeras comercializadas en España superó los 560.000, lo que equivale al 6,3% de los inversores totales de las IIC nacionales de carácter mobiliario. El grueso de estas instituciones está domiciliado en Luxemburgo (62%), si bien en 2005 se percibió un aumento significativo de las IIC domiciliadas en Irlanda.

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

Por lo que respecta a las entidades comercializadoras de estos productos, cabe señalar el grado elevado de concentración existente. De las 129 entidades comercializadoras de estos productos en España, las diez mayores acumulaban cerca del 70% de los fondos gestionados²⁰. Respecto a los grupos financieros de estas entidades comercializadoras, destaca el predominio de una única entidad²¹ que capta la tercera parte del patrimonio comercializado.

IIC extranjeras comercializadas en España

CUADRO 6.10

	31/12/2004	31/12/2005	% var 05/04
Volumen de inversión (miles de euros)	17.785.559	33.614.758	89,0
Fondos	3.498.117	8.267.289	136,3
Sociedades	14.287.442	25.347.469	77,4
Nº de inversores	321.805	560.515	74,2
Fondos	51.364	104.089	102,6
Sociedades	270.441	456.426	68,8
Nº de instituciones¹	238	260	9,2
Fondos	93	115	23,7
Sociedades	145	145	0,0
Estado de origen			
Luxemburgo	164	161	-1,8
Irlanda	25	47	88,0
Francia	34	35	2,9
Alemania	11	11	0,0
Reino Unido	3	5	66,7
Holanda	1	1	0,0

Fuente: CNMV.

1. Muchas de estas instituciones están estructuradas en distintos subfondos (compartimentos). Estos compartimentos son los que, a veces, están garantizados.

20. La primera de ellas (Allfunds Bank) destaca significativamente por encima de las demás con una cuota de mercado superior al 20%.

21. Santander Central Hispano.

7 Prestación de servicios de inversión

Los servicios de inversión pueden ser prestados por las sociedades y agencias de valores, las sociedades gestoras de carteras y las entidades de crédito. Estas últimas casi monopolizan servicios como la administración y custodia de valores o la comercialización de IIC. Las sociedades y agencias de valores tienen su mayor cuota del mercado en los servicios de tramitación y ejecución de órdenes.

El año 2005 volvió a ser un ejercicio favorable en términos generales para los servicios de inversión. Esta actividad se ha visto favorecida por el fuerte crecimiento de la contratación bursátil, por las emisiones de renta fija privada y por la demanda de IIC por los inversores.

En 2005, ha destacado también el crecimiento de la actividad de gestión de carteras, sobre todo en las entidades especializadas en esta actividad.

7.1 Sociedades y agencias de valores

En 2005, el número de sociedades y agencias de valores nacionales permaneció sin apenas variación, mientras que siguieron recibándose comunicaciones de entidades extranjeras para presentar servicios de inversión en España en régimen de libre prestación.

La mayor parte de las entidades extranjeras proceden del Reino Unido, como en años anteriores. Sin embargo, en 2005 se han recibido por primera vez, comunicaciones de empresas de servicios de inversión de Chipre y Malta.

Las empresas de servicios de inversión extranjeras con establecimiento no han variado mucho: en 2005 se produjo una reducción neta de dos entidades, pero en el primer trimestre de 2006 se están tramitando la baja de tres entidades y el alta de seis nuevas sucursales¹.

Hay que señalar que la expansión de las empresas de servicios de inversión en el extranjero es menos dinámica. Durante 2005, cinco entidades comunicaron su prestación de servicios en el extranjero, de forma que suman 36 las entidades que han expandido sus actividades fuera de España. Alemania, Portugal, Reino Unido, Fran-

1. El detalle de las sociedades y agencias de valores extranjeras en libre prestación de servicios y con sucursal puede consultarse en el anexo II.5.

Altas y bajas en el registro de entidades

CUADRO 7.1

Tipo de entidad	Entidades a 31/12/04	Altas	Bajas	Entidades a 31/12/05
Entidades nacionales	103	7	8	102
Sociedades de valores	48	3	5	46
Agencias de valores	55	5	4	56
Entidades extranjeras	817	115	49	883
Con sucursal	19	1	3	17
En libre prestación de servicios	798	114	46	866
Pro memoria:				
Representantes	6.793	889	581	7.101

Fuente: CNMV.

cia e Italia continuaron siendo los principales países de acogida. Las empresas españolas también optan por el régimen de libre prestación de servicios. El número de entidades con sucursal en el extranjero continuó siendo de tan sólo dos².

Las entidades españolas parecen estar utilizando los representantes como la vía de expansión de su alcance comercial. Así, en 2005, el número de representantes volvió a aumentar, de forma que a final de año estaban registrados 7.101 entidades (véase cuadro 7.1). No obstante, 79,1% del total corresponde a Mapfre Inversión SV, siendo la segunda entidad Allianz Inversiones SV con un 8,2%, y en tercer lugar Axa; las tres entidades aprovechan su red de venta de productos de seguros. A parte de éstas entidades casi otras 40 entidades tenían contratos con representantes.

Como se ha señalado y se muestra en el cuadro 7.1. el número de sociedades y agencias españolas apenas ha variado, como consecuencia de haberse registrado ocho bajas y siete altas. Sin embargo, sí se está produciendo un cambio cualitativo, ya que en términos netos relativos se están reduciendo más las entidades vinculadas a grupos financieros, con lo que aumenta la participación de grupos independientes.

Esta evolución es consecuencia de la normativa adoptada³, que ha llevado a los grupos financieros -nacionales e internacionales- a iniciar un lento proceso de reestructuración y simplificación de los canales de prestación de los servicios de inversión, por alguno de los siguientes procedimientos:

2. El detalle de la actuación transfronteriza de las sociedades y agencias españolas se recoge en el anexo II.6.
3. Las normas a las que se hace alusión son las siguientes: (i) la transposición de la Directiva 93/22, de servicios de inversión al ordenamiento español en la Ley 37/1998, de reforma de la LMV, que permitió a los grandes grupos financieros internacionales operar en España en régimen de sucursal y a las entidades bancarias el acceso directo a los mercados bursátiles y (ii) la Ley 35/2003, de Instituciones de Inversión Colectiva (IIC), que amplió las actividades que pueden desarrollar las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva, en especial en el ámbito de la gestión discrecional de carteras y de la comercialización de IIC.

- i. traspaso del negocio de las sociedades y agencias a las matrices bancarias, en el caso de grupos financieros nacionales, o a las sucursales bancarias establecidas en España, en los grupos financieros internacionales,
- ii. traspaso del negocio de las sociedades y agencias a la sociedad gestora de IIC (SGIIC) del grupo, aprovechando las nuevas posibilidades que ofrece a dichas entidades la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva,
- iii. cesión del negocio a otras sociedades y agencias del grupo.

Así, como se aprecia en el anexo II.7, en 2005 las bajas de entidades vinculadas a grupos financieros fueron seis, mientras que las altas fueron sólo tres.

Dos altas estuvieron vinculadas a grupos financieros suizos que no pueden beneficiarse del pasaporte europeo y la otra correspondió a una entidad vinculada a una compañía aseguradora, pues estas entidades continúan sin poder prestar directamente servicios de inversión y por lo tanto deben operar en el mercado de valores a través de sociedad o agencia de valores (SAV).

En cuanto a las entidades vinculadas a grupos independientes, aunque durante 2005 se produjo una reducción neta del número (tres altas frente a cinco bajas), hay que tener en cuenta la tramitación del alta de ocho nuevas entidades, todas ellas con promotores independientes.

7.1.1 Solvencia y rentabilidad

En el año 2005, en términos agregados, los beneficios del sector alcanzaron los 426,7 millones de euros, lo que supone un aumento del 25% respecto al año anterior. Más adelante se detallan las diferencias por grupos de entidades.

Por otra parte, en relación con la situación de solvencia del sector, se puede considerar que la situación en 2005 es en términos generales positiva. La cobertura de los recursos propios sobre el coeficiente de solvencia continua siendo elevada⁴, y se han reducido el número de entidades en pérdidas: a finales de año existían catorce entidades con pérdidas, doce entidades menos que hace un año. No obstante, el importe de las pérdidas fue considerablemente superior (véase cuadro 7.2), aunque se explican especialmente por una entidad⁵.

Las rentabilidades sobre fondos propios (ROE) aumentaron en 2005 en paralelo al crecimiento de los resultados. Como puede apreciarse en el gráfico 7.1, las sociedades miembros de bolsa continuaron obteniendo la mejor rentabilidad del sector, con un ROE medio del 41%. Por otra parte, en 2005 el ROE mejora proporcionalmente más en las sociedades y agencias no miembros.

4. El detalle del margen de cobertura de los recursos propios de las sociedades y agencias de valores sobre el coeficiente de solvencia está recogido en el capítulo 11, cuadro 11.2.

5. Eurosafei tuvo unas pérdidas de 12,4 millones de euros en 2005 (en 2004 había obtenido unos beneficios de 1,8 millones de euros). Dichas pérdidas representaron el 60,1% de las pérdidas totales de las SAV.

Evolución de las entidades en pérdidas: número e importe

CUADRO 7.2

Importes en miles de euros

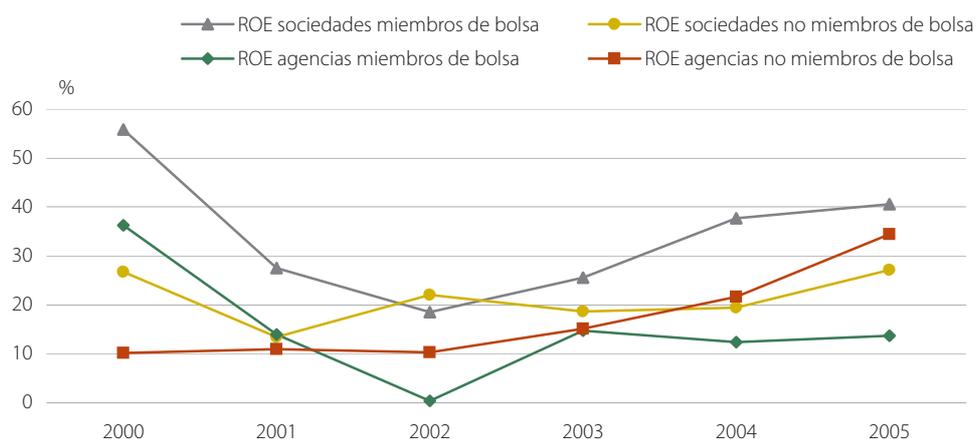
	Nº de entidades		Importe de las pérdidas	
	2004	2005	2004	2005
SVB	3	4	-3.617	-17.463
SV	1	0	-713	0
AVB	5	2	-1.788	-716
AV	17	8	-6.399	-2.469
Total	26	14	-12.517	-20.648

Fuente: CNMV.

Hay que puntualizar que algunas entidades, especialmente agencias de valores no miembros de bolsa, siguieron teniendo un ROE reducido (o negativo en el caso de las entidades en pérdidas) y que no fueron pocas las que tuvieron un ROE inferior a la revalorización anual del Ibex 35⁶. Más adelante se detallan las cuentas de pérdidas y ganancias de los distintos tipos de entidades y las causas de la mejoría del ROE.

ROE antes de impuestos de las sociedades y agencias de valores

GRÁFICO 7.1



Fuente: CNMV.

7.1.2 Dispersión del sector

El sector de sociedades y agencias de valores está compuesto por entidades que muestran una importante diversidad, tanto en las actividades que realizan, según su estructura legal, como por su tamaño y vocación de negocio.

Respecto a las distintas alternativas de su estructura legal, puede recordarse que las sociedades de valores pueden operar por cuenta propia y ajena, mientras que las agencias sólo pueden hacerlo por cuenta ajena, y que ambos tipos de entidades pue-

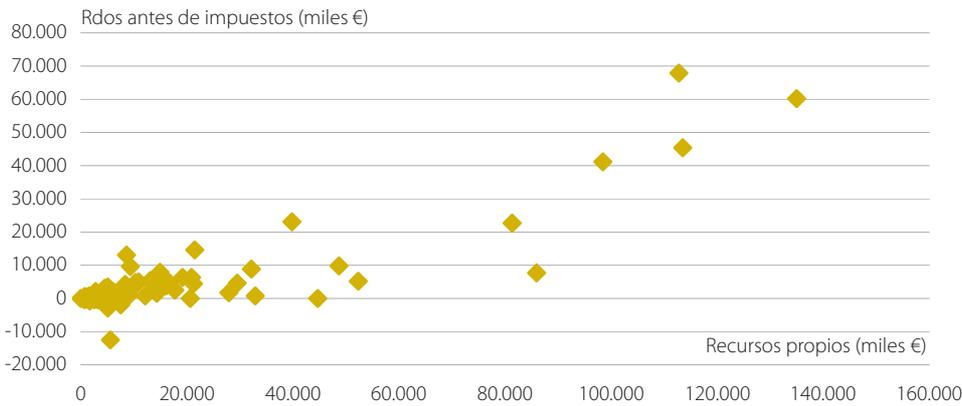
6. El número de entidades con ROE inferior a la revalorización del Ibex 35 fueron: 8 SVB, 2 SV, 7 AVB y 17 AV.

den optar por ser miembros de los mercados bursátiles. La cuenta de resultados de los cuatro tipos de entidades, -sociedades de valores miembros de bolsa (SVB), sociedades no miembros (SV), agencias de valores miembros de bolsa (AVB), y agencias no miembros (AV)- presenta importantes diferencias, a las que hay que añadir las características propias de cada empresa. En relación con las empresas, hay que señalar que existe un grupo reducido de las mismas (10%), de gran tamaño y con elevados beneficios, y también existen algunas entidades pequeñas muy rentables (véase gráfico 7.2). El resultado, es que existe una dispersión amplia de todas las partidas de las cuentas de perdidas y ganancias, lo cual debe tenerse en cuenta en los análisis agregados.

Entidades financieras y servicios de inversión
Prestación de servicios de inversión

Agencias y sociedades de valores: resultados y recursos propios

GRÁFICO 7.2

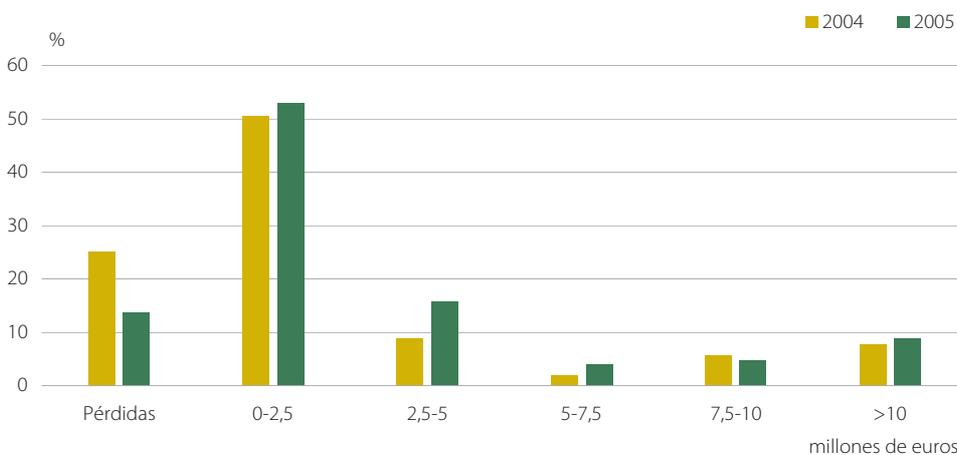


Fuente: CNMV.

Como se ha mencionado, las favorables cifras agregadas del sector esconden, sin embargo una elevada dispersión, ya que coexisten un reducido número de entidades de gran tamaño y con buenos resultados junto con un cierto número de entidades

Sociedades y agencias de valores: frecuencia de los resultados antes de impuestos

GRÁFICO 7.3



Fuente: CNMV.

con una evolución desfavorable o con debilidades o vulnerabilidades en su situación económica y financiera.

El gráfico 7.3 ilustra que la mayor parte de las SAV (un 65% del total en 2005) tuvo unos beneficios inferiores a 5 millones de euros en 2005. El número de entidades con beneficios superior a dicha cifra fue reducido (18 entidades de un total de 102) pero su peso elevado (obtuvieron el 83,8% del total de resultados netos del sector). Un 12% de las entidades registraron pérdidas.

7.1.3 Cuenta de resultados de las sociedades de valores

Las sociedades de valores han mejorado sus resultados en 2005. Los elementos más relevantes en la evolución de las sociedades miembros y no miembros se resumen a continuación (véase cuadro 7.3).

Sociedades de valores miembros de bolsa (SVB)

El aumento de los beneficios en este subsector se debió al crecimiento de los ingresos netos percibidos por comisiones que compensó el crecimiento de los gastos de explotación. También estuvo apoyado en el fuerte descenso de las amortizaciones realizadas.

Aunque el aumento de los beneficios fue bastante general, hay que señalar que en seis de las 38 entidades se redujeron las ganancias. Estas caídas se produjeron en entidades de tamaño mediano (su peso era inferior al 3% del total) y pequeño (con peso inferior al 0,5% del total). Todas las grandes entidades tuvieron aumentos significativos en sus beneficios. Así, se mantuvo la elevada concentración de este segmento de sociedades y agencias, ya que siete entidades obtuvieron más del 75% de los beneficios antes de impuestos de las SVB.

Además, el número de entidades en pérdidas aumentó de tres a cuatro, y el importe de las pérdidas se multiplicó por cuatro como consecuencia de las elevadas pérdidas en que incurrió una entidad (véase nota a pie de página 5). En dos de estas entidades⁷ se detectó la posibilidad de incumplimiento del coeficiente de solvencia.

Sociedades de valores no miembros bolsa (SV)

En este grupo de entidades la mejora de sus resultados se explica tanto por el incremento en sus ingresos por comisiones netas, que fue moderado, como por la reducción de los gastos de explotación. La actividad por cuenta propia (margen financiero y beneficios netos en valores) y los resultados extraordinarios también han contribuido al importante aumento en los beneficios.

Esta mejoría fue generalizada y tan sólo una de las ocho entidades activas a finales de año obtuvo unas menores ganancias que el año anterior. Ninguna de las entidades incurrió en pérdidas en 2005 ni tampoco presentó problemas en cuanto al

7. Deutsche Securities y Eurosafei.

Cuenta de pérdidas y ganancias de las sociedades de valores

CUADRO 7.3

Entidades financieras y
servicios de inversión
Prestación de servicios
de inversión

Importes en miles de euros

	Miembros		No miembros	
	2005	% var 05/04	2005	% var 05/04
Margen financiero (MF)	53.153	-28,7	4.123	4,6
Beneficios netos en valores (BV)	197.510	n.s.	2.881	529,0
Comisiones netas percibidas	564.848	18,2	65.237	6,2
Comisiones percibidas	732.710	18,4	86.730	6,8
Transmisión y ejecución de órdenes	475.689	11,9	27.155	13,7
Suscripción y reembolso de IIC	75.389	19,8	43.482	3,6
Colocación y aseg. de emisiones	58.651	47,0	0	0,0
Gestión de carteras	15.706	41,0	3.201	6,6
Otras	107.275	34,6	12.892	4,3
Comisiones satisfechas	167.862	19,0	21.493	8,5
Margen ordinario	815.511	60,7	72.241	9,8
Gastos de explotación	370.430	11,8	33.885	-2,8
Gastos de personal	238.590	16,2	23.090	-3,7
Gastos generales	131.840	4,7	10.795	-0,7
Margen de explotación	445.081	152,7	38.356	23,9
Amortizaciones y otras dotaciones	22.295	-31,9	1.657	14,8
Otras ganancias y pérdidas	-92.093	n.s.	975	n.s.
Resultados antes de impuestos	330.693	18,2	37.674	33,4
Impuestos	103.518	26,1	12.644	26,6
Resultados después de impuestos	227.175	14,9	25.030	37,2

Fuente: CNMV.

n.s.: Tasa de variación no significativa por tener diferente signo los importes a comparar.

cumplimiento de las necesidades de recursos propios exigidos por la normativa. Una entidad continuó concentrando la mayor parte de la actividad⁸.

7.1.4 Cuenta de resultados de las agencias de valores

Las ganancias aumentaron significativamente en las agencias no miembros de bolsa, y también en el caso de las agencias miembros si se corrigen por el cambio de estatus de una entidad.

8. Mapfre Inversión tuvo unos beneficios de 22,6 millones de euros en 2005, un 60,1% del total de SV.

Agencias de valores miembros de bolsa (AVB)

Los ingresos por comisiones netas percibidas descendieron, así como el margen ordinario y de explotación, pero esta evolución se explica fundamentalmente por la transformación en sociedad de valores miembro de bolsa de una entidad de este tipo con un elevado peso⁹. Si descontamos este efecto, los beneficios de las AVB habrían aumentado fuertemente en 2005¹⁰.

La favorable evolución de las AV, descontado el efecto de dicha transformación, se explica fundamentalmente por el incremento de los beneficios de una única entidad, en la que quedó concentrada la mayor parte de la actividad de este tipo de SAV.

Con independencia de este caso, tres de las diez entidades activas a finales de 2005 tuvieron unos beneficios inferiores a los del año anterior.

El número de entidades en pérdidas y su importe descendió, gracias a: (i) la favorable evolución de dos entidades, que en este ejercicio pasaron a obtener beneficios y (ii) la baja de otra entidad con pérdidas de cierta entidad en 2004. Todas las entidades cubrían el coeficiente de solvencia con un amplio margen a finales de año.

Agencias de valores no miembros de bolsa (AV)

El fuerte incremento de los beneficios (90% antes de impuestos) fue el resultado de un importante aumento del margen ordinario, del menor crecimiento de los gastos de explotación y de la contención de las amortizaciones.

Los datos individuales muestran evolución más favorable que en el resto de segmentos, principalmente por las menores entidades en pérdidas. El número de entidades en pérdidas se redujo de 17 a 8¹¹ y el importe de las pérdidas descendió un 61%. Además, once entidades que mostraban pérdidas a finales de 2004 pasaron a obtener beneficios en 2005. Ninguna de las AV presentaba problemas de solvencia a finales de año, pues la única entidad en esta circunstancia durante el año fue dada de baja en noviembre.

7.1.5 Detalle de los ingresos por comisiones

En 2005, los ingresos por comisiones brutas percibidas superaron los mil millones de euros, la cifra más alta desde 2000. El grueso de los ingresos son percibidos por las SVB, seguidos por las AV (véase cuadro 7.5).

Como se ha señalado en el epígrafe anterior, estos ingresos ordinarios aumentaron en 2005 de manera significativa. El incremento de los ingresos fue generalizado en todos los servicios, y en especial en la actividad de colocación y aseguramiento de emisiones.

9. Ibersecurities AVB se transformó en sociedad de valores miembro de bolsa en febrero de 2005. Esta entidad había obtenido el 55,4% de los beneficios antes de impuestos de las AVB en 2004.

10. El incremento de los beneficios antes de impuestos de las AVB, sin incluir Ibersecurities, habría sido de un 197%.

11. De esas ocho, dos entidades eran de reciente creación.

Cuenta de pérdidas y ganancias de las agencias de valores

CUADRO 7.4

Entidades financieras y servicios de inversión
Prestación de servicios de inversión

Importes en miles de euros

	Miembros		No miembros	
	2005	% var 05/04	2005	% var 05/04
Margen financiero (MF)	3.015	0,8	7.381	57,6
Beneficios netos en valores (BV)	2.931	2.471,1	374	-26,4
Comisiones netas percibidas	17.541	-39,1	164.327	27,8
Comisiones percibidas	22.807	-34,1	204.118	30,4
Transmisión y ejecución de órdenes	19.335	-31,7	76.623	28,0
Suscripción y reembolso de IIC	348	-69,8	45.542	80,0
Colocación y aseg. de emisiones	0	-100,0	3.821	225,5
Gestión de carteras	657	16,5	14.014	6,3
Otras	2.467	-43,8	64.118	12,5
Comisiones satisfechas	5.266	9,5	39.791	42,6
Margen ordinario	23.487	-26,4	172.082	28,6
Gastos de explotación	19.356	-24,5	109.038	12,9
Gastos de personal	11.235	-20,8	69.222	15,8
Gastos generales	8.121	-29,1	39.816	8,1
Margen de explotación	4.131	-33,8	63.044	69,6
Amortizaciones y otras dotaciones	469	-49,4	7.284	-3,7
Otras ganancias y pérdidas	482	17,3	-1.226	31,4
Resultados antes de impuestos	3.844	-25,2	54.534	90,1
Impuestos	1.140	-48,5	18.362	69,4
Resultados después de impuestos	2.704	-7,4	36.172	102,7

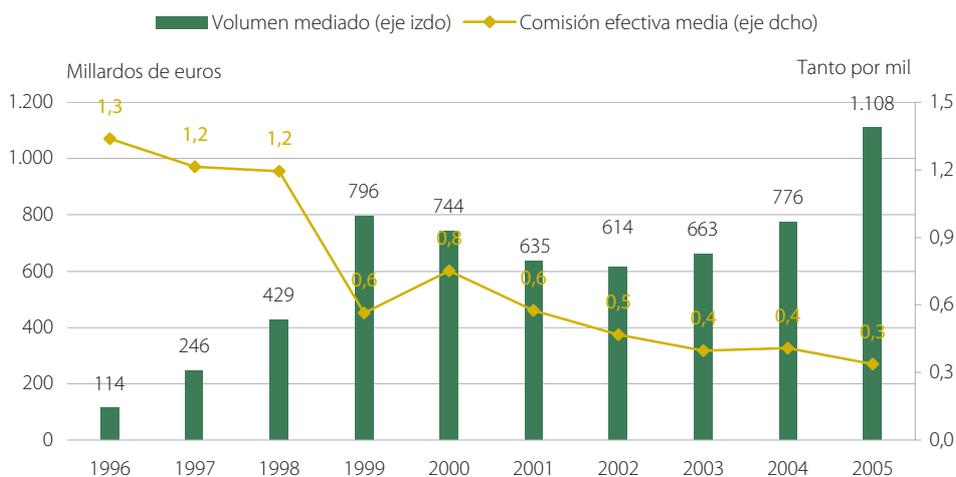
Fuente: CNMV.

Las AV tuvieron la evolución más favorable, al aumentar los ingresos por comisiones percibidas un 30,4%. En las sociedades el incremento de estos ingresos fue más moderado (un 18,4% en las SVB y un 6,8% en las SV). Las AVB tuvieron un peor comportamiento ya que sus ingresos ordinarios descendieron un 34,1%.

Los ingresos por comisiones de la tramitación y ejecución de órdenes, principal fuente de ingresos para las entidades miembros de bolsa, fueron los que crecieron menos. Aunque la contratación bursátil aumentó fuertemente y las sociedades miembros recuperaron cuota de mercado, la tendencia descendente en la comisión efectiva media (véase gráfico 7.4) impidió una mayor traslación del aumento de la actividad a los ingresos.

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

GRÁFICO 7.4



Fuente: CNMV.

Ingresos por comisiones brutas percibidas

CUADRO 7.5

Importes en miles de euros

	2001	2002	2003	2004	2005	% var 05/04
Distribución por servicios						
Tramitación y ejecución de órdenes	640.392	533.901	467.762	537.235	598.802	11,5
Suscripción y reembolso en IIC	138.339	121.224	116.477	131.361	164.761	25,4
Colocación y aseg. de emisiones	54.982	49.287	91.890	41.259	62.472	51,4
Gestión de carteras	19.544	17.530	19.465	27.888	33.578	20,4
Otras	139.315	129.525	135.027	153.409	186.752	21,7
Total	992.572	851.467	830.621	891.152	1.046.365	17,4
Distribución por tipo de entidad						
Sociedades de valores miembros	74,2	70,9	72,6	69,4	70,0	—
Sociedades de valores no miembros	6,3	7,5	7,6	9,1	8,3	—
Agencias de valores miembros	6,9	6,5	4,1	3,9	2,2	—
Agencias de valores no miembros	12,6	15,1	15,7	17,6	19,5	—
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	—

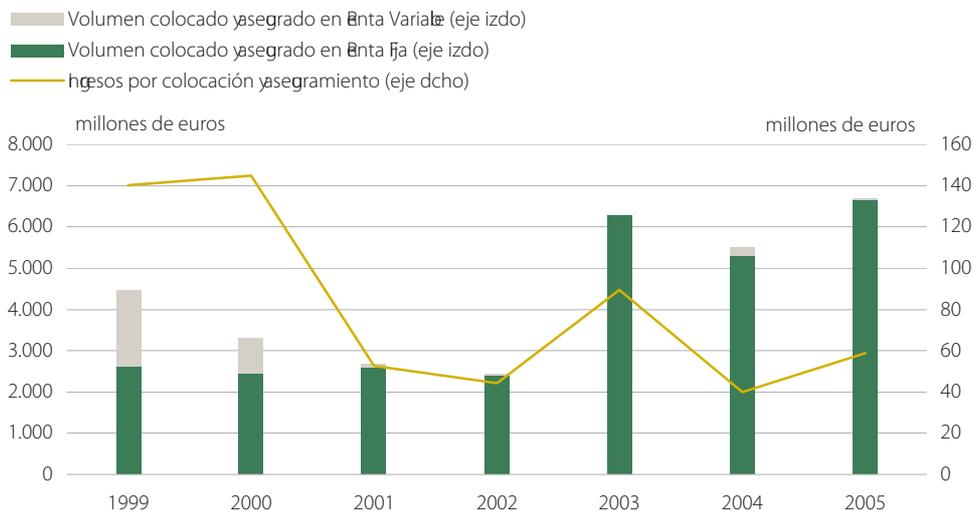
Fuente: CNMV.

La comercialización de IIC continuó siendo la segunda fuente de ingresos para las sociedades y agencias de valores. La positiva evolución de este sector (véase capítulo 6) permitió que estos ingresos se incrementasen un 25,4% en 2005.

Por último, los ingresos por colocación y aseguramiento de emisiones se recuperaron del retroceso experimentado en 2004. En 2005, a diferencia del año anterior, se produjo un fuerte aumento de los volúmenes asegurados y colocados. Además, la comisión media se recuperó. Ello hizo que estas comisiones aumentaran fuertemente, un 47% en las sociedades miembros de bolsa (véase gráfico 7.5).

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

GRÁFICO 7.5



Fuente: CNMV.

7.2 Sociedades gestoras de cartera

Durante 2005 continuó retrocediendo el número de sociedades gestoras de carteras (SGC). Las bajas (cinco) se produjeron, en su mayoría, por la creciente competencia en la prestación de estos servicios de inversión por parte de las entidades de crédito y las sociedades y agencias de valores. Hay que señalar que estas entidades ofrecen, además, a sus clientes servicios adicionales en materia de valores.

Una entidad ¹² optó por su transformación en sociedad de valores, con la finalidad de ampliar su oferta de servicios. Al cierre del ejercicio, el número de SGC ascendía a 17, cuatro menos que las existentes a finales del año anterior¹³.

Pese a la reducción del número de entidades, la actividad de gestión de cartera a particulares experimentó una notable mejoría. El número de contratos de gestión aumentó un 5% y el patrimonio gestionado superó los tres mil millones de euros, lo que supuso un crecimiento anual del 48,3% (véase cuadro 7.6).

Los resultados del sector mejoraron notablemente, ya que los ingresos por comisiones percibidas aumentaron un 43,4%. Ello, junto con el descenso de los gastos de explotación, hizo que los beneficios antes de impuestos aumentasen un 60,3% (véase

12. Unicorp Patrimonio.

13. El detalle de las entidades puede consultarse en el anexo II.5.

Patrimonio gestionado por las SGC

CUADRO 7.6

Importes en miles de euros

	31-12-04	31-12-05	% Var 05/04
Total			
Número de carteras	3.851	4.043	5,0
Patrimonio	2.111.344	3.130.210	48,3
Distribución por tipo de carteras			
SIMCAV			
Número	35	34	-2,9
Patrimonio	215.044	242.905	13,0
Otras carteras gestionadas			
Número	3.816	4.009	5,1
Patrimonio	1.896.300	2.887.305	52,3

Fuente: CNMV.

cuadro 7.7). En estos datos agregados no está incluida una entidad¹⁴ que se dio de baja cerca de finales de año y que tenía un fuerte peso en el sector. Si se corrige este efecto, las cifras son incluso más favorables: las comisiones percibidas aumentaron un 58,7% y los resultados antes de impuestos un 78,8%.

Hay que señalar que las SGC recuperaron cuota de mercado en la actividad de gestión en el conjunto de las empresas de servicios de inversión: en 2005 obtuvieron el 35,1% del total de ingresos por gestión de carteras frente al 27,3% de 2004¹⁵.

En consonancia con el incremento de los resultados, la rentabilidad sobre fondos propios (ROE) de las SGC aumentó de forma significativa, hasta el 19,8% desde el 6,2% registrado en 2004.

También se produjeron mejoras relevantes en la solvencia de estas entidades. De las seis gestoras de carteras que se encontraban en pérdidas en 2004, tres pasaron a obtener beneficios en 2005, mientras que otra se dio de baja. Así, al cierre del año, eran sólo dos las SGC en pérdidas, ambas de reciente creación¹⁶. El importe de estas pérdidas se redujo a 364 mil euros desde los 770 mil euros del año anterior. El margen de cobertura de los recursos propios sobre el coeficiente de solvencia continuó siendo suficientemente holgado¹⁷.

14. Unicorp Patrimonio.

15. Tras las sociedades gestoras de carteras, los mayores ingresos por comisiones de gestión de carteras fueron las sociedades de valores miembros de bolsa, con un 30,1% del total, y las agencias de valores no miembros de bolsa, con un 27,1%.

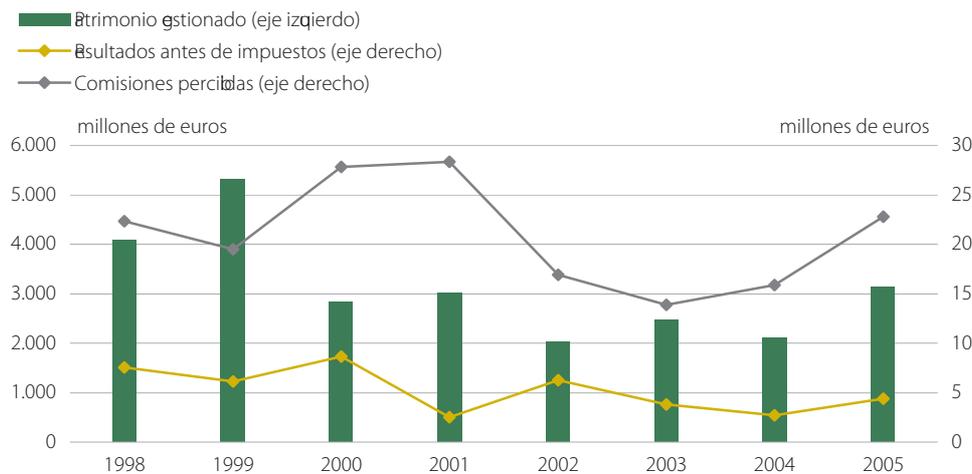
16. Fueron dadas de alta en 2004.

17. Véase el capítulo 11, cuadro 11.2.

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

GRÁFICO 7.6

Entidades financieras y servicios de inversión
Prestación de servicios de inversión



Fuente: CNMV.

Cuenta de pérdidas y ganancias de las SGC.

CUADRO 7.7

Importes en miles de euros

	2004	2005	% var 05/04
Margen financiero (MF)	550	488	-11,3
Beneficios netos en valores (BV)	89	64	-28,1
Comisiones netas percibidas	15.155	14.570	-3,9
Comisiones percibidas, de las que	15.868	22.756	43,4
Gestión de carteras	10.450	18.148	73,7
Asesoramiento	3.265	592	85,0
Otras	2.153	4.016	-21,2
Comisiones satisfechas	713	8.186	1.048,1
Margen ordinario	15.794	15.122	-4,3
Gastos de explotación	11.266	9.908	-12,1
Gastos de personal	6.679	5.809	-13,0
Gastos generales	4.587	4.099	-10,6
Margen de explotación	4.528	5.214	15,2
Amortizaciones y otras dotaciones	985	805	-18,3
Otras ganancias y pérdidas	-811	-29	-96,4
Resultados antes de impuestos	2.732	4.380	60,3
Impuestos	1.002	1.404	40,1
Resultados después de impuestos	1.730	2.976	72,0

Fuente: CNMV.

Por último, hay que señalar que el grado de concentración de las SGC continuó siendo muy elevado, aunque disminuyó en 2005: una entidad¹⁸ obtuvo la mitad de los beneficios totales, y cuatro entidades¹⁹ el 89%.

7.3 Entidades de crédito

7.3.1 Autorización y registro

Las entidades de crédito (EC) pueden prestar la totalidad de las actividades que se contemplan en el artículo 63 de la Ley del Mercado de Valores; servicios de inversión y actividades complementarias, siempre que así este previsto por su régimen jurídico y estatutos, y cuenten con una autorización específica por parte de la autoridad reguladora²⁰.

A 31 de diciembre, en el Registro Oficial de la CNMV, correspondiente a las entidades de crédito nacionales que prestan servicios de inversión, se encontraban registradas las 206 entidades de crédito nacionales (bancos, cajas de ahorro y cooperativas).

Las entidades de crédito extranjeras autorizadas a operar en España pueden, asimismo, prestar servicios de inversión, siempre que estas actividades estén previstas en su régimen de autorización²¹. Las entidades de crédito extranjeras pueden operar en España mediante establecimiento físico (sucursal) o sin él.

Al finalizar 2005, en el Registro de la CNMV figuraban 48 entidades de crédito extranjeras con sucursal en España, en disposición de prestar servicios de inversión. De estas 48 entidades, 40 correspondían a entidades autorizadas en otros estados miembros de la UE²². En cuanto a las entidades no comunitarias, su número es 8; tres entidades proceden de Estados Unidos, país no comunitario con el mayor número de entidades registradas en España.

Según el registro de la CNMV, las entidades de crédito extranjeras sin establecimiento físico que comunicaron su intención de prestar servicios de inversión en España ascendían a 298. Todas las entidades, salvo una, el Dresdner Bank de nacionalidad suiza, habían sido autorizadas en otros estados miembros de la UE²³. El número de entidades que prestan servicios de inversión sin establecimiento físico aumentó notablemente en 2005, en concreto un 25,7%, siguiendo la tendencia de años anteriores, con lo que se han convertido en uno de principales elementos generadores de competencia en el mercado de los servicios de inversión.

18. Santander Carteras registró el 49% de los beneficios totales de las SGC en 2005 (65% en 2004).

19. Santander Carteras, Deutsche Asset Management, Ibercaja Patrimonios y Kutxa Gestión Privada.

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

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

22. Véase anexo II.8.

23. Véase anexo II.8.

7.3.2 Actividad en valores de las entidades de crédito

Entidades financieras y
servicios de inversión
Prestación de servicios
de inversión

Las actividades relacionadas con los mercados de valores constituyen una importante fuente de ingresos para las entidades de crédito, ya que suponen casi un tercio de los ingresos por comisiones totales percibidos por el sector en 2005. Los servicios relacionados con el mercado de valores aportaron el 8,9% de las comisiones. Mayor fue aún el peso de las comisiones por comercialización de fondos de inversión, que supusieron el 16,6% del total de los ingresos recibidos por comisiones en 2005 (véase cuadro 7.8).

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

CUADRO 7.8

Importes en millones de euros

	2002	2003	2004	2005	% s/total comisiones 2005
Por servicios de valores	1.083	1.054	1.074	1.173	8,9
Aseguramiento y colocación de valores	238	189	123	97	0,8
Compraventa de valores	229	273	305	365	2,7
Administración y custodia	562	542	588	634	4,8
Gestión de patrimonio	54	49	58	76	0,6
Por comercialización de productos	2.080	2.310	2.813	3.273	24,8
Fondos de inversión	1.544	1.658	1.977	2.179	16,6
Fondos de pensiones	183	202	231	371	2,8
Seguros	326	422	574	676	5,1
Otros	26	29	31	47	0,3
Pro memoria:					
Total comisiones percibidas	9.831	10.517	11.762	13.194	100

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

En la mayoría de servicios de inversión, la cuota de mercado de las entidades de crédito es superior a la de las sociedades y agencias de valores (véase cuadro 7.9). No obstante, en 2005 las entidades de crédito han perdido parte de la cuota de mercado de los ingresos por las comisiones de colocación y aseguramiento en favor de las sociedades y agencias de valores. En 2005, las entidades de crédito percibieron un 61% de las comisiones generadas por este concepto frente al 74,9% en 2004.

La comercialización de fondos de inversión y la administración y custodia de valores siguieron siendo realizadas principalmente por entidades de crédito. En relación a esta actividad, cabe destacar la importante diferencia entre el valor de mercado de los valores depositados en entidades de crédito, que, a 30 de junio de 2005, era de 1.682 millardos de euros frente a los 60,5 millardos de euros de los depositados en sociedades y agencias de valores.

Comisiones percibidas por servicios de inversión. 2005

CUADRO

7.9

Importes en millones de euros

	Sociedades y agencias de valores	Sociedades gestoras decartera	Entidades de crédito (EC)	Total	% EC/total
Colocación y aseguramiento	62	—	97	129	61,0
Compraventa de valores	624	—	365	752	37,0
Gestión de patrimonios	35	19	76	87	58,4
Administración y custodia	19	—	634	484	97,1
Comercialización fondos de inversión	165	—	2.813	1.699	92,9

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Valores depositados¹ en las entidades de crédito a 31/12

CUADRO 7.10

Importes en millardos de euros

	2002	2003	2004	2005 ²	% var 05/04
Renta fija	648,6	741,4	896,4	987,4	10,1
Empréstitos	575,0	670,4	812,7	900,4	10,8
Pagarés y efectos al descuento	73,6	71,0	83,7	87,0	3,9
Renta variable	467,8	578,9	649,2	694,6	7,0
Acciones cotizadas	414,8	541,5	607,9	653,2	7,5
Acciones no cotizadas	53,0	37,4	41,3	41,4	0,2
Total	1.166,4	1.320,3	1.545,6	1.682,0	8,8

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

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

2. A 30 de junio.

8 Entidades de capital-riesgo

8.1 Marco legal

En noviembre de 2005 el Gobierno español aprobó la Ley 25/2005 que regula las entidades de capital-riesgo (ECR). La reforma que recoge esta nueva Ley de capital-riesgo respeta el esquema básico de la Ley 1/1999¹ y se basa en cuatro pilares:

- Creación de las ECR de régimen simplificado. Con el régimen simplificado se pretende crear de un vehículo más flexible y menos proteccionista que se adapte a los inversores cualificados. En este tipo de entidades se permitirá la emisión de acciones o participaciones con características distintas a las generales que sólo podrán ser suscritas por promotores, fundadores o gestores.
- Agilización del régimen administrativo. Se flexibiliza el régimen de los plazos para los procedimientos de creación y modificación de estatutos y reglamentos de gestión de estas entidades. Se introduce un procedimiento de silencio administrativo² para la autorización de entidades de régimen simplificado.
- Atribución a la CNMV, como supervisor del capital-riesgo, del grueso de las competencias de autorización³.
- Flexibilización de las reglas de inversión. Se introducen nuevas figuras financieras comunes en países de la Unión Europea; entre las más importantes cabe destacar la inversión en empresas que coticen en el primer mercado con el objetivo de excluirlas de la cotización⁴, la inversión de las ECR en otras ECR y la introducción de ECR que invierten fundamentalmente en otras ECR como vehículo para acercar el capital-riesgo al pequeño inversor. Por último, la Ley también amplía el ámbito de asesoramiento que prestan las ECR a las empresas en las que no tengan participación.

1. La Ley 1/1999, de 5 de enero, era la antigua Ley reguladora de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras. Fue modificada por la Ley 44/2002 de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

2. En el caso de que una ECR solicite su autorización, se entenderá concedido si en el plazo de un mes desde la entrada de la solicitud en la CNMV el solicitante no ha obtenido ninguna respuesta de la CNMV.

3. Se espera que con esta Ley entidades que ya operan en el mercado se inscriban en el Registro de la CNMV.

4. Este tipo de operaciones son también conocidas como *public to private*.

Con esta Ley se pretenden dos objetivos: por un lado, se propone dotar a las ECR de un marco jurídico más flexible para impulsar su desarrollo y con ello la financiación de actividades de I+D+i, y por otro, crear un marco legal que haga más atractivo que las ECR se constituyan⁵ con arreglo a esta Ley.

8.2 Entidades de capacidad- riesgo registradas en la CNMV

Durante 2005 se dieron de alta en la CNMV siete fondos y once sociedades de capital-riesgo, con lo que al finalizar el ejercicio, estaban inscritos en el registro 43 fondos y 78 sociedades (véase cuadro 8.1). Es de destacar que se mantiene la tendencia a aumentar el número de sociedades gestoras, ya que se han incorporado nueve nuevas entidades al registro de la CNMV⁶, siete pertenecientes a grupos independientes y dos bajo un grupo de control, cerrándose el ejercicio con 45 sociedades gestoras inscritas.

Las entidades inscritas presentan una fuerte concentración geográfica en Madrid y Cataluña, donde están situadas en torno al 70% de ellas. También muestran una importante participación en su accionariado los grupos financieros nacionales, que controlan el 30% de estas entidades. Los grupos financieros extranjeros tienen escasa presencia al controlar únicamente once entidades.

Altas y bajas en el registro de ECR en 2005

CUADRO 8.1

	Situación a 31/12/2004	Altas	Bajas	Situación a 31/12/2005
Entidades	144	27	5	166
Fondos de capital-riesgo	38	7	2	43
Sociedades de capital-riesgo	70	11	3	78
Sociedades gestoras de ECR	36	9	0	45

Fuente: CNMV.

Es de destacar también la participación de instituciones públicas en el patrimonio de los fondos capital-riesgo, con un 44,6% del total. Mediante este instrumento, los Ayuntamientos, Comunidades Autónomas y otras corporaciones locales canalizan la financiación de proyectos en sus respectivas áreas. No obstante, en los últimos años esta participación de las instituciones públicas está siendo paulatinamente sustituida por la de inversores privados.

De acuerdo con el Registro de Entidades de Capital Riesgo de la CNMV, se estima que en 2005, el capital gestionado por las ECR ascendió a 4.444 millones de euros,

5. Con la anterior Ley 1/1999 hubo muchas empresas dedicadas a financiar actividades de capital-riesgo que encontraron beneficioso no constituirse con arreglo a esa Ley y que por tanto no figuraron inscritas en el pertinente registro de la CNMV.

6. Las altas de gestoras de entidades de capital riesgo fueron: BCN Ventures, SGECR, S.A., Corpfin Capital Gestión, SGECR, S.A., GED Iberian Private Equito, SGECR, S.A., Interdin Capital, SGECR, S.A., MCH Private Equito Investments, SGECR, S.A., NMA51 Eolia, SGECR, S.A., Proyectos Empresariales Capital Riesgo, SGECR, S.A., Expides Gestión, SGECR, S.A. y Uninvest, SGECR, S.A..

y que la inversión nuestra fue de 2.393. Al comparar estas cifras con las del 2004, se puede observar un fuerte incremento en el capital gestionado en cuanto a la inversión neta, un 2,1%.

Sin embargo, el Registro de Entidades de Capital Riesgo de la CNMV representa solo una parte de la actividad del sector. Debido a las restricciones legales contenidas en la Ley 1/1999 que se imponían para la inscripción en el registro de la CNMV, hubo empresas que, aún teniendo como principal objeto la financiación de capital-riesgo, prefirieron no constituirse como ECR⁷. Por ello, para obtener una imagen más fiel del sector es mejor considerar los datos proporcionados por ASCRI (Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo).

Según ASCRI, el capital gestionado por las ECR en España ascendió a 12.000 millones de euros en 2005. La inversión total bruta fue de 3.967 euros, logrando una cifra que supera en más del doble⁸ la de 2004 y la inversión neta de la ECR alcanzó los 2.577 millones de euros. Respecto al 2004, el sector de capital-riesgo experimentó un gran crecimiento, con un aumento del patrimonio gestionado del 29,5%.

8.3 Características de las entidades de capital-riesgo registradas en la CNMV durante la vigencia de la Ley 1/1999

Durante el periodo de vigencia de la Ley 1/1999 (enero 1999-noviembre 2005) el sector ha crecido de manera significativa, tanto en número de entidades registradas en la CNMV como en patrimonio invertido. El desarrollo del capital-riesgo en España ha mostrado unas características distintivas, que se pasan a comentar.

Cabe señalar que en España el capital-riesgo ha sido una actividad particularmente dirigida a inversores institucionales. Las entidades registradas fueron de tipo cerrado, sin que se haya identificado en estos años mucho interés en la comercialización minorista que subyacía en la Ley 1/1999. Como excepción, puede señalarse la existencia de dos sociedades abiertas que cotizan en Bolsa.

Otro aspecto destacable es que el capital riesgo se ha ido convirtiendo en una actividad privada. El sector público ha ido dejando paso a las entidades financieras y, más recientemente, a grandes patrimonios y empresas no financieras. A este respecto, cabe señalar que mientras que en 1999, el 53% de los proyectos de ECR fueron promovidos por el sector público, este porcentaje bajó a menos del 8% en 2005. Destaca el papel cada vez más relevante de los particulares en la promoción de ECR, especialmente las sociedades de capital riesgo (SCR).

En cuanto a las características de las sociedades y los fondos constituidos, la mayoría cuentan con un número reducido de inversores, en general, no superior a diez, y

7. Las restricciones se referían a un porcentaje mínimo invertido y a un tiempo mínimo de inversión, entre otros requisitos. Se espera que a partir de la nueva Ley las empresas registradas en la CNMV aumenten.

8. El aumento tan importante del volumen de inversión por parte de las ECR se debe principalmente a cinco operaciones de buy-out: Auna, Amadeus, Panrico, Recoletos y Cortefiel. Estas operaciones supusieron el 81% de la inversión total y en tres de ellas, Amadeus, Recoletos y Cortefiel, supusieron su exclusión de Bolsa (véase capítulo 2).

también con un patrimonio reducido. Por su parte, la media de ECR gestionadas por cada sociedad gestora no llegó a dos; de hecho, la mayoría de gestoras se constituyeron para gestionar una sola ECR. Esto explica que las gestoras sean de un tamaño muy reducido; en concreto, el número medio de empleados se sitúa en torno a siete.

Las políticas de inversión de las entidades han estado marcadas por una falta de especialización. La práctica más habitual ha sido la búsqueda de oportunidades de negocio específicas, con independencia del sector de que se trate o de la localización de las empresas participadas. No obstante, existen veinte ECR que si están especializadas, diecisiete de ellas en el sector tecnológico, dos especializadas en infraestructuras y otra en energía eólica. En cuanto al ámbito geográfico objeto de inversión, han predominado las ECR cuya inversión se decantó por el ámbito nacional y la Unión Europea, aunque hay que hacer también referencia a las entidades de carácter regional, de las que hay cuarenta y tres, que centraron su inversión en alguna Comunidad Autónoma.

Un punto muy importante a resaltar es que la gestión profesional está poco desarrollada. Si se pone en relación el número de inversores por entidad de capital-riesgo y el patrimonio gestionado por cada sociedad gestora, se puede concluir que el capital-riesgo español constituye un “producto a medida” para cada inversor o grupo de inversores.

En el capital riesgo, las comisiones de gestión fueron relativamente bajas, especialmente si se comparan con la inversión colectiva. La media de la comisión de gestión ha oscilado entre el 1,5% y el 2% sobre el patrimonio comprometido de la entidad. Aunque la complejidad de la gestión de las inversiones de estas entidades podría hacer pensar en el cobro de unas comisiones de gestión más altas, hay otros factores que explican el porque de su bajo nivel: escasa base inversora en estos vehículos (lo que simplifica su administración), vínculos claros entre gestores e inversores y mayor peso de la retribución variable a resultados.

Por último, resaltar que las gestoras han sido en su mayoría nacionales. Son pocas las entidades gestoras de capital extranjero. En concreto, a finales del 2005, sólo figuraron registradas dos sociedades gestoras extranjeras.

III La regulación y supervisión de los mercados de valores



9 Información de los emisores y gobierno corporativo

El funcionamiento correcto de los mercados y la protección al inversor exigen, como factor fundamental, la disponibilidad de información completa y veraz acerca de los emisores. También parece conveniente la publicidad de las normas que las empresas hayan adoptado para asegurar un correcto gobierno de sus órganos de decisión. La CNMV supervisa que los emisores cumplan con todas las obligaciones exigidas por la normativa del mercado de valores relativas a los dos aspectos antes mencionados.

9.1 Información de los emisores

La información de los emisores es una condición necesaria para el correcto funcionamiento del mercado de valores y la protección del inversor. La regulación establece exigencias, no sólo sobre su contenido, sino también sobre los términos y plazos para su difusión.

Esta información se clasifica en tres grandes grupos: (i) la información periódica sobre la situación económica y financiera de las empresas, (ii) la información de hechos concretos susceptibles de afectar al valor de los títulos emitidos (hechos significativos y otras comunicaciones) y (iii) la información sobre los accionistas significativos de la empresa y los derechos de opción establecidos a favor de los miembros del consejo de administración. La CNMV supervisa el cumplimiento de todas estas exigencias.

9.1.1 Información anual, auditorías e información pública periódica

Aplicación de las normas internacionales de información financiera

La información periódica debe ser difundida por todos los emisores privados de valores que se encuentren admitidos a negociación en algún mercado secundario oficial¹. La normativa comunitaria² exige que, desde el inicio de 2005, las cuentas anuales consolidadas se elaboren de acuerdo con las normas internacionales de información financiera (NIIF) adoptadas.

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

2. Reglamento 1606/2002, del Parlamento Europeo y del Consejo de 19 de julio de 2002, relativo a la aplicación de normas internacionales de contabilidad.

Para facilitar la correcta aplicación de las NIIF adoptadas, a lo largo de 2005 la CNMV mantuvo reuniones con sociedades no financieras cotizadas en bolsa, que debían rendir cuentas según las nuevas normas³. Estas reuniones tenían como objetivo solucionar posibles dudas interpretativas y evitar asimetrías en la aplicación de criterios contables. También a la CNMV estas reuniones le permitieron tener información sobre algunos aspectos relevantes para la correcta implantación del nuevo enfoque contable, entre ellos los siguientes:

- Las políticas contables elegidas por las sociedades cotizadas, dentro de los diferentes tratamientos permitidos por la nueva normativa.
- El nivel de implicación de los órganos de gobierno, comité de auditoría y consejo, en la definición y convalidación de las nuevas políticas contables.
- El grado de adaptación de los sistemas de control interno a los requerimientos del nuevo marco contable.
- Los efectos estimados en el patrimonio neto y en los resultados del ejercicio 2004, como consecuencia del proceso de migración a las NIIF adoptadas.

Estos encuentros pusieron de manifiesto que los emisores habían planificado con antelación suficiente los trabajos para la adaptación de las políticas contables y sus procedimientos internos. En especial:

- Se habían analizado con profundidad las NIIF que afectaban a cada empresa y los efectos que producían.
- En general las entidades habían adoptado políticas contables prudentes, aplicando los tratamientos que generan la menor volatilidad posible en los resultados y en el patrimonio neto⁴. También se habían aplicado los criterios previstos para ajustes y saneamientos derivados del proceso de transición a las NIIF adoptadas.
- Los comités de auditoría de los emisores habían convalidado, o estaban próximos a hacerlo, las políticas contables adoptadas. Además, los auditores externos habían analizado el efecto cualitativo del tránsito a la nueva normativa, e iniciado la revisión de los ajustes cuantitativos, sin poner de manifiesto opiniones discrepantes dignas de mención.

Cuentas anuales e informes de auditoría

La CNMV comprueba recurrentemente que los informes de auditoría y las cuentas anuales e informes de gestión, estén completos y sean puestos a disposición del público dentro del plazo que marca la regulación vigente.

3. No se convocó a las entidades de crédito, porque su marco contable está definido por el Banco de España en la Circular 4/2004 del Banco de España, de 22 de diciembre, a Entidades de Crédito, sobre normas de información financiera pública y reservada, y modelos de estados financieros.

4. Como por ejemplo, se eligió la opción del coste en libros frente al valor razonable para activos materiales e intangibles.

Porcentajes respecto al total de auditorías recibidas

	2002		2003		2004	
	No.	%	No.	%	No.	%
1. Total auditorías recibidas	679	100,0	690	100,0	715	100
Cuentas individuales	452	66,6	473	68,6	506	70,8
Cuentas consolidadas	227	33,4	217	31,4	209	29,2
Informes especiales O.M. 30/9/92	65		50		34	
2. Opinión de auditoría						
Opinión favorable	570	83,9	615	89,1	636	89,0
Opinión con excepción de uniformidad	13	1,9	2	0,3	31	4,3
Opinión con otras salvedades	96	14,1	73	10,6	48	6,7
3. Tipos de salvedades						
Nº de auditorías con excepciones	71	10,5	45	6,5	29	4,1
Nº de auditorías con incertidumbres y otras	49	7,2	43	6,2	27	3,8
Nº de auditorías con limitaciones	12	1,8	5	0,7	5	0,7
4. Efecto de las excepciones						
4.1 sobre los resultados						
Nº de auditorías con efectos positivos	18	2,7	18	2,6	12	1,7
Nº de auditorías con efectos negativos	44	6,5	21	3,0	13	1,8
4.2 sobre el patrimonio						
Nº de auditorías con efectos positivos	15	2,2	11	1,6	3	0,4
Nº de auditorías con efectos negativos	9	1,3	5	0,7	3	0,4
5. Naturaleza de las incertidumbres y otras						
Continuidad del negocio	10	1,5	14	2,0	7	1,0
Contingencias fiscales	17	2,5	10	1,4	4	0,6
Recuperación de activos	12	1,8	15	2,2	10	1,4
Contenciosos y litigios	15	2,2	10	1,4	11	1,5
Denegación de opinión u opinión adversa	1	0,1	1	0,1	11	1,5
Otras incertidumbres	14	2,1	16	2,3	0	0,0

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

Además, en el caso de recibirse un informe de auditoría con salvedades, la CNMV solicita a la entidad emisora afectada información sobre las razones que hayan motivado las salvedades presentadas y sobre los planes con que cuenta para resolverlas. También puede solicitarse un mayor detalle acerca de determinados aspectos contenidos en las cuentas anuales.

En 2005 la CNMV recibió un total de 715 informes de auditoría y 34 informes especiales de auditoría⁵ referidos a las cuentas anuales de 2004. La mayor parte de los informes de auditoría expresaron una opinión favorable respecto a las cuentas analizadas como ya había ocurrido el del año anterior (véase cuadro 9.1). Entre los informes de auditoría que no contienen una opinión favorable, un 39% incluyen una opinión con una excepción por uniformidad, donde el auditor ha manifestado explícitamente que está de acuerdo con el cambio. Si se excluyeran estas excepciones por falta de uniformidad, el porcentaje de informes de auditoría con opinión favorable ascendería al 93,3%⁶.

La CNMV llevó a cabo las siguientes actuaciones:

- 100 entidades fueron requeridas para que enviaran los informes de auditoría e informes especiales de auditoría, al haberse rebasado el plazo legal para ello.
- 19 entidades fueron requeridas para que remitieran una justificación de las salvedades presentadas en sus informes de auditoría⁷. A estas entidades se les solicitó información respecto a la actuación de sus comités de auditoría a la vista de la opinión desfavorable por parte del auditor. También se les requirió una manifestación expresa del comité de auditoría sobre la elaboración y presentación a la junta de accionistas de un informe relativo a la actividad realizada durante el ejercicio que incluyera una descripción de las discrepancias habidas entre el consejo de administración y los auditores externos.
- 9 entidades fueron requeridas para que remitiesen información adicional a la presentada en las cuentas anuales y, en su caso, explicaran las discrepancias detectadas entre las cuentas anuales y la información pública periódica.

Para facilitar la difusión de toda esta información, la CNMV pone a disposición del público, a través de su página de Internet las cuentas anuales de los emisores, el informe de gestión y el informe de auditoría, el resumen de las salvedades, la respues-

5. 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.

6. En este tipo de excepciones, la opinión del auditor manifiesta de forma clara y precisa que las cuentas anuales expresan la imagen fiel del patrimonio y de la situación financiera, de los resultados de las operaciones y de los recursos obtenidos y aplicados y contienen la información necesaria y suficiente para su interpretación y comprensión adecuada, sin perjuicio de que los principios y normas contables empleados no guarden uniformidad con los del ejercicio anterior. Por este motivo, y dada la conformidad del auditor con el cambio, se puede señalar que este tipo de excepciones son meramente formales.

7. Véase anexo III.1. Entre los emisores considerados se incluye el Fondo de Titulización EAS Spain cuyos valores no están admitidos a negociación en un mercado de valores, pero que debe presentar su informe de auditoría por la normativa específica de los fondos de titulización.

ta a los requerimientos por existencia de salvedades o por solicitud de ampliación de la información contenida en la memoria, los informes especiales de auditoría y el informe de la CNMV⁸ respecto al ejercicio 2004 sobre las auditorías de las entidades emisoras.

Información financiera pública periódica

Las sociedades con valores admitidos a negociación en las bolsas de valores están obligadas a difundir información de forma periódica sobre su actividad económica financiera⁹. Los contenidos específicos se determinan reglamentariamente por el Ministerio de Economía y Hacienda¹⁰ y la CNMV está habilitada para modificar en aspectos formales o de detalle. Así, la CNMV publicó la Circular 1/2005¹¹ para adaptar los modelos de información a la contabilidad basada en las NIIF. En ella se estableció:

- La información mínima que se debía suministrar en la información pública periódica correspondiente al primer semestre de 2005¹² adaptada a las NIIF. Esta información incluía datos sobre el proceso de migración a las nuevas normas.
- La forma y grado de detalle de la información relativa a operaciones con partes vinculadas¹³.
- Los desgloses de información semestral relativos a emisiones de empréstitos, u otros valores que generen deuda, que emitidos por las propias entidades obligadas a presentar la IPP semestral o por una sociedad perteneciente a su perímetro de consolidación. También se debían incluir las emisiones en las que alguna entidad del perímetro de consolidación haya prestado algún tipo de garantía.

La entrada en vigor de dicha circular implicaba importantes modificaciones en la información semestral de 2005 y algunas entidades experimentaron problemas de adaptación a las nuevas exigencias. La CNMV detectó incidencias relacionadas con (i) la aplicación de las NIIF y la información sobre sus efectos en la IPP, (ii) una distinción incorrecta en los movimientos contables a incluir entre los epígrafes del patrimonio neto, reservas y ganancias acumuladas y (iii) una información insuficiente respecto a las operaciones con partes vinculadas.

8. "Resumen de las auditorías de entidades emisoras recibidas en la CNMV (excluidas SICAV). Ejercicio 2004". Este informe se encuentra disponible en la página web de la CNMV.

9. Información Pública Periódica –IPP–, de carácter semestral.

10. Orden Ministerial de 18 de enero de 1991, sobre información pública periódica de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en Bolsas de Valores.

11. Circular 1/2005, de 1 de abril, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifican los modelos de información pública periódica de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en Bolsas de Valores.

12. La información mínima a suministrar en la información pública periódica del primer ejercicio en que deban presentarse las cuentas anuales consolidadas de acuerdo con las NIIF adoptadas, en relación con el proceso de migración a las nuevas normas.

13. Esta información debe facilitarse con carácter semestral de acuerdo con la Orden EHA/3050/2004 de 15 de septiembre.

Como resultado, la CNMV envió requerimientos (i) a 3 entidades para que precisaran la aplicación realizada de las NIIF al existir dudas sobre su corrección, (ii) a 19 entidades para que explicaran su proceso de transición a las NIIF y (iii) a 30 entidades para que completaran la información sobre operaciones con partes vinculadas.

9.1.2 Hechos relevantes y otras comunicaciones recibidas en la CNMV

Durante el año 2005 se recibieron en la CNMV 7.063 comunicaciones de información relevante de los emisores, cifra bastante superior a la recibida el año precedente.

El aumento de información relevante se debió principalmente a comunicaciones referidas a (i) adquisiciones o transmisiones de participaciones, en un año con un gran número de movimientos corporativos por presentación de ofertas públicas de adquisición, adquisición y transmisión de bloques de acciones, venta de filiales o divisiones, etc¹⁴ y (ii) información periódica remitida por los fondos de titulización de activos y de titulización hipotecaria, que utilizan este procedimiento para remitir datos sobre su actividad.

Hechos relevantes y otras comunicaciones recibidas en la CNMV

CUADRO 9.2

Tipo	2004	2005	% var 05/04
Hechos relevantes	5.204	5.671	9,0
Adquisiciones o transmisiones de participaciones	87	495	469,0
Anuncio de convocatorias y acuerdos de juntas	582	557	-4,3
Avance de resultados de sociedades emisoras	966	923	-4,5
Cambios del consejo y de otros órganos de gobierno	355	344	-3,1
Comité de auditoría (Ley 44/2002)	49	10	-79,6
Información periódica de fondos de titulización de activos	805	1.209	50,2
Información periódica de fondos de titulización hipotecaria	735	809	10,1
Informe anual de gobierno corporativo	201	286	42,3
Suspensiones de negociación y levantamientos	135	96	-28,9
Exclusiones de negociación (incluidos acuerdos previos)	74	69	-6,8
Otros	1.215	873	-28,1
Otras comunicaciones	1.334	1.392	4,3
Anuncio de pagos de cupones y dividendos	288	237	-17,7
Información sobre resultados de sociedades emisoras	447	454	1,6
Presentaciones sobre la compañía	151	269	78,1
Otros	448	432	-3,6
Total	6.538	7.063	8,0

Fuente: CNMV.

14. 117 sociedades cotizadas remitieron información de este tipo a la CNMV.

En cuanto otro tipo de comunicaciones, en 2005 se observó un fuerte incremento en las referidas a presentaciones sobre las compañías, respondiendo a la recomendación hecha por la CNMV de que la publicación de las presentaciones públicas a analistas, inversores o medios de comunicación se hiciera por esta vía.

Difusión no selectiva de información relevante

El mantenimiento de la calidad informativa en los mercados españoles requiere una constante dedicación de las sociedades cotizadas a las demandas de información del mercado. Por ello, las empresas celebran con frecuencia encuentros o conferencias telefónicas (*conferences call*) con analistas, inversores institucionales y otros profesionales de los mercados de valores.

La realización de este tipo de reuniones con colectivos especializados debe ser compatible con la obligación de difusión de información relevante de forma generalizada y no selectiva, según se encuentra establecido en la LMV. Con el fin de reducir el riesgo de aparición de asimetrías informativas, el Presidente de la CNMV remitió una carta a todas las sociedades cotizadas recordando esta obligación, y realizando ciertas recomendaciones sobre la celebración de los diversos tipos de reuniones informativas con analistas, inversores y demás profesionales del mercado de valores. Estas recomendaciones, que habían sido sometidas previamente a consulta pública, son:

Recomendaciones

1. Necesidad de que las empresas cumplan las reglas de transparencia que se recomiendan, cuando difundan nueva información mediante reuniones o presentaciones.
2. Obligación de anunciar la convocatoria de dichas reuniones, mediante la comunicación a la CNMV que se encargará de hacerla pública de inmediato en la sección “Otras Comunicaciones” de su página web. Dicha comunicación deberá hacerse aunque la convocatoria no sea pública.
3. Dicha comunicación indicará el objetivo, fecha y hora de la reunión, así como los medios técnicos (por ejemplo, la propia página web de la sociedad) a través de los que cualquier interesado podrá seguirla en directo. La transmisión a través de Internet de estas reuniones se recomienda como muy buena práctica.
4. Debe difundirse a través de la página web de la sociedad y mediante comunicación a la CNMV la documentación o diapositivas que se vayan a dar a conocer durante la reunión. Dicha difusión debe tener lugar antes de que la reunión se inicie.

5. Las sociedades deben evitar proporcionar en dichas reuniones información fragmentaria o confusa sobre asuntos de trascendencia que puedan ser considerados información relevante.
6. Al término de la reunión, las sociedades difundirán un resumen de las respuestas dadas a las preguntas recibidas, salvo cuando:
 - a. Pongan a disposición de los inversores en su página web, y mantengan durante un plazo no inferior a un mes, la grabación del acto completo; o bien,
 - b. Todas las respuestas sean mera reiteración, sin matiz adicional alguno, de la información ya hecha pública.
7. El cumplimiento de las recomendaciones 4ª y 6ª no eximirá a las sociedades cotizadas de comunicar oficialmente a la CNMV, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 82.2 de la Ley del Mercado de Valores, aquellas decisiones o informaciones concretas que tengan la consideración de hechos relevantes.

9.1.3 Participaciones significativas

La LMV¹⁵ y su normativa de desarrollo¹⁶ exigen que los inversores comuniquen sus adquisiciones o transmisiones de acciones de una sociedad cotizada, por las que se alcancen unos determinados porcentajes del capital de la misma¹⁷ que se consideren significativos. La información se deberá remitir a la propia empresa afectada, a las bolsas donde se negocien sus acciones y a la CNMV. Cuando la persona que ha realizado la operación es un administrador de la correspondiente sociedad, la LMV extiende esta obligación a todas sus adquisiciones o transmisiones, independientemente del porcentaje que representen sobre el capital.

El Real Decreto 1333/2005¹⁸, relativo al abuso de mercado, ha ampliado las exigencias a los administradores y directivos de las sociedades emisoras residentes. Así, deben notificar a la CNMV todas las operaciones realizadas sobre acciones del emi-

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

16. Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisiciones por éstas de acciones propias, (modificado por el RD 2590/1998, de 7 de diciembre sobre modificaciones del régimen jurídico de los valores negociables y el RD 1370/2000, de 19 de julio, en materia de derechos de opción sobre acciones). Desarrollado a su vez por la Orden Ministerial de 23 de abril de 1991 y las Circulares de la CNMV 2/1991 y 4/2000.

17. Según el Real Decreto 377/1991, estos porcentajes son el 5% y sus sucesivos múltiplos. En el caso en que el adquirente tenga su residencia en un paraíso fiscal o en un territorio que carezca de organismos supervisor de los mercados de valores, el umbral se situará en el 1% y sus sucesivos múltiplos.

18. Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado.

sor o sobre contratos financieros cuyo subyacente sean dichas acciones¹⁹. Entre las ampliaciones de la información requerida se encuentra el precio de la transacción y el mercado en que se llevó a cabo.

Durante el ejercicio 2005, se incorporaron al Registro de la CNMV 2.835 comunicaciones de participaciones significativas²⁰. Un 7% de dichas comunicaciones se recibieron fuera de plazo preceptivo, lo que motivó el requerimiento de la CNMV a los sujetos obligados que habían incurrido en falta. Respecto a las comunicaciones de los propios directivos, se recibieron 13 de ellas informando sobre transacciones en acciones.

9.1.4 Opciones y otros derechos asociados a los sistemas retributivos

La regulación del mercado de valores²¹ exige que los miembros del consejo de administración de las entidades cotizadas comuniquen las adquisiciones o transmisiones de derechos de opción sobre acciones de la propia sociedad, u otros contratos que atribuyan el derecho a suscribir o adquirir acciones a su titular.

La CNMV recibió 183 comunicaciones de derechos de opción durante 2005, remitidas por 84 administradores, y que afectaban a 22 sociedades cotizadas. En el cuadro 9.3 se detallan las sociedades en que existen derechos de opción vigentes al cierre de 2005, correspondiendo en su mayoría a sistemas de retribución establecidos en la propia sociedad.

9.1.5 Autocartera

La Disposición Adicional Primera de la Ley de Sociedades Anónimas²² y el Real Decreto²³ sobre comunicación de participaciones significativas y de adquisición de acciones propias, establecen la obligación que tienen las empresas cotizadas de comunicar a la CNMV cualquier adquisición de acciones propias o de la sociedad dominante, que supere el 1% del capital social del que forme parte las acciones adquiridas.

Durante el ejercicio 2005, en la CNMV se recibieron 186 comunicaciones de adquisición de acciones propias, lo que supone un descenso del 23% respecto al 2004.

-
19. El plazo para realizar dicha notificación es de cinco días hábiles desde la ejecución de la operación.
 20. En el anexo III.2 se indica el número de accionistas significativos de las sociedades que componen el Ibex 35 al cierre del año, agrupados por tramos de participación.
 21. Real Decreto 1370/2000, de 19 de julio, sobre comunicación de participaciones significativas y Circular 4/2000, de 2 de agosto, de la CNMV por lo que se establecen los modelos de las Comunicaciones de Derechos de opción y sistemas retributivos de Administradores y directivos en sociedades cotizadas.
 22. Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.
 23. RD 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisiciones por éstas de acciones propias, (modificado por el RD 2590/1998, de 7 de diciembre sobre modificaciones del régimen jurídico de los valores negociables y el RD 1370/2000, de 19 de julio, en materia de derechos de opción sobre acciones).

Derechos de opción vigentes a 31/12/2005

CUADRO 9.3

Entidades	Índice /Mercado	No. Consejeros
ACS	Ibex 35	4
Altadis	Ibex 35	2
Bankinter	Ibex 35	10
Banco Santander Central Hispano	Ibex 35	4
Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles (CAF)	Mercado continuo	4
Campofrío	Mercado continuo	4
Grupo Ferrovial	Ibex 35	3
Grupo Prisa	Ibex 35	7
Iberia Líneas Aéreas	Ibex 35	2
Indra Sistemas	Ibex 35	3
Informes y proyectos	Mercado continuo	1
Jazztel	Mercado continuo	10
La Seda de Barcelona	Mercado continuo	4
Natra	Mercado continuo	3
Natraceutical	Mercado continuo	4
Service Point Solutions	Mercado continuo	4
Sogecable	Ibex 35	1
Tele Pizza	Mercado continuo	9
Telefónica Móviles	Ibex 35	1
Transportes Azkar	Mercado continuo	2
TOTAL: 20 entidades		82

Fuente: CNMV.

Folleto electrónico

Como parte del esfuerzo para potenciar la administración electrónica, CNMV sigue realizando esfuerzos que contribuyan a agilizar su labor supervisora. Uno de estos esfuerzos se ha plasmado en el folleto electrónico, que facilita los trámites de su registro al no exigir ningún documento escrito, o un mínimo de ellos.

El inicio de estos esfuerzos de la CNMV data de 1998, con el acuerdo¹ para la implantación del sistema CIFRADO/CNMV², que señalaba los ámbitos de utilización de ese sistema. A partir de entonces este sistema se extendió a ámbitos como las comunicaciones de IIC mobiliarias, sociedades gestoras de IIC, IIC extranjeras, empresas de servicios de inversión y entidades de capital riesgo.

Siguiendo con esta labor, a finales de 2005 se comenzaron los trabajos dirigidos a que las entidades emisoras de valores de renta fija pudieran pre-

sentar el folleto requerido en determinados tipos de emisiones o admisiones, en formato electrónico mediante el sistema de cifrado y firma electrónica CIFRADO/CNMV.

En una primera fase, a implementar en el primer trimestre de 2006, está previsto que el folleto electrónico sea de aplicación a las emisiones y admisiones de obligaciones y de notas de valores³ de carácter singular. En un futuro se planea poder extender este mecanismo a los folletos que incorporen programa de emisión y a las emisiones que se realicen con cargo a los mismos.

Si bien la aplicación de este nuevo sistema de tramitación telemática ha requerido un notable esfuerzo inicial, tanto por parte del regulador como de los organismos rectores de los mercados y los emisores, la CNMV considera que en un plazo breve de tiempo el nuevo sistema contribuirá de manera notable a lograr una mayor agilidad y rapidez en los trámites de registro de los folletos, a la vez que favorecerá la homogenización y la estandarización de la información en ellos contenida.

1. Acuerdo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores para la implantación del sistema CIFRADO/CNMV.
2. CIFRADO/CNMV es un sistema de intercambio de información por vía telemática basado en tecnologías de cifrado y firma electrónica. Permite la remisión por línea de documentos de carácter administrativo a la CNMV, garantizando la autenticidad, integridad, confidencialidad y no repudio del envío.
3. Anexos V y XIII del Reglamento (CE) nº 809/2004 de la Comisión de 29 de abril de 2004 relativo a la aplicación de la Directiva 2003/71/CE del Parlamento y del Consejo en cuanto a la información contenida en los folletos así como el formato, incorporación por referencia, publicación de dichos folletos y difusión de publicidad.

9.2 Gobierno corporativo

La normativa española establece diversos requisitos a cumplir por las sociedades con valores admitidos a cotización en mercados oficiales en relación con su gobierno.

Las principales normas jurídicas sobre la materia son la Ley 44/2002, que establece obligaciones de información sobre operaciones vinculadas y sobre el funcionamiento del comité de auditoría; la Ley 26/2003, que regula la información sobre los pactos parasociales y señala la obligación de elaboración de un Informe Anual de Gobierno Corporativo, y la Ley 62/2003, de medidas fiscales, administrativas y de orden social, que extiende Comité de auditoría a todas las entidades emisoras de valores admitidos a negociación²⁴.

24. Otras normas son la Orden ECO 3722/2003 sobre Informe Anual de Gobierno Corporativo y otros instrumentos de información, la Orden ECO 354/2004, sobre Informe Anual de Gobierno Corporativo de las Cajas de Ahorro y la Orden EHA 3050/2004, sobre la información de operaciones vinculadas que deben suministrar las sociedades emisoras.

Algunas de esas medidas pretenden evitar la aparición de conflictos de interés entre los administradores de las sociedades y los accionistas, otras pretenden fomentar el ejercicio de los deberes de estos últimos en el gobierno societario. Por último, muchas de ellas se dirigen a incrementar la transparencia de ciertas actuaciones de los consejos, de forma que los accionistas tengan la mayor información y puedan tomar las decisiones que estimen convenientes para sus intereses. Durante 2005, se continuaron con los esfuerzos para lograr mejoras en el gobierno corporativo de las empresas cotizadas.

9.2.1 Restricciones estatutarias

Algunas sociedades cotizadas establecen en sus estatutos restricciones que dificultan la toma de control de la sociedad mediante la adquisición de sus acciones en el mercado. Entre esas restricciones se encuentran la limitación del número de votos que un accionista puede emitir en la junta general, la fijación de un número mínimo de acciones para poder asistir a la junta general, la exigencia de mayorías reforzadas en determinadas decisiones, tanto en el consejo de administración como en la junta general, o el establecimiento de requisitos específicos para ocupar cargos en el consejo de administración.

Para reforzar la transparencia de este tipo de restricciones y que los inversores puedan valorarlas adecuadamente, la normativa del mercado de valores²⁵ establece la obligación de detallar estas medidas en el Informe Anual de Gobierno Corporativo. De acuerdo con la información facilitada por las empresas en dicho Informe, se puede destacar que:

- Al cierre de 2005, 22 de las 182 sociedades cotizadas analizadas²⁶ recogían en sus estatutos limitaciones al ejercicio de los derechos de voto de un accionista. En la mayoría de estos casos, el límite se establecía en el 10%, aunque en algunos casos se reducía hasta el 5% y en otros llegaba al 33%. De las empresas incluidas en el Ibex 35, sólo ocho empresas habían establecido este tipo de restricción, que en todos los casos era del 10%; en tres de estas ocho sociedades no había ningún accionista que fuera titular de una participación superior.
- En 2005 solamente una sociedad, y debido a un cambio en su accionariado, tomó medidas tendentes a eliminar la limitación al ejercicio de los derechos de voto²⁷.
- La mayoría de las sociedades cotizadas exigía un número mínimo de acciones para asistir a la junta general de accionistas. En un gran número de casos esta

25. Circular 1/2004, de 17 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el informe anual de gobierno corporativo de las sociedades cotizadas y otras entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores, y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas.

26. Son empresas cotizadas en bolsa, sin SICAV ni segundo mercado. Excluye sociedades extranjeras y aquellas empresas con ejercicio diferente al año natural.

27. Esta sociedad fue Cortefiel, ante la presentación de una oferta pública de adquisición sobre sus acciones condicionada a que la Junta de Accionistas de Cortefiel modificara antes del plazo de aceptación sus estatutos sociales para eliminar las restricciones de voto y de acceso al consejo de la sociedad.

restricción no era cuantitativamente significativa, pero 10 sociedades habían fijado como límite mínimo el 1 por mil del capital social, el máximo permitido por la Ley. De las sociedades del Ibex 35, en una de ellas el mínimo era del 1 por mil, en 5 se situaba entre 500 y 2.000 acciones, en 24 sociedades el mínimo era inferior a 500 acciones y 5 empresas no tenían ninguna restricción.

9.2.2 Pactos parasociales

Los pactos parasociales, según la definición legal, son aquellos acuerdos que incluyen una regulación del ejercicio de voto en las juntas generales o que restringen o condicionan la libre transmisibilidad de las acciones en las sociedades anónimas cotizadas.

La regulación sobre transparencia en las empresas cotizadas²⁸ exige dar publicidad a los pactos parasociales y a otros pactos que afecten a las sociedades cotizadas y también a las entidades que ejerzan el control sobre una entidad cotizada.

La celebración, prórroga o modificación de un pacto parasocial debe comunicarse a la CNMV y a la propia sociedad afectada. Una vez realizadas estas comunicaciones, el documento en que conste el pacto deberá ser depositado en el Registro Mercantil. En el cuadro 9.4 se detallan los pactos comunicados en 2005 y que al 31 de diciembre de 2005 estaban vigentes.

Posiblemente existen pactos aún no comunicados a la CNMV, ya que Ley 23/2003, de Transparencia, otorgaba un plazo transitorio de 3 años para la comunicación, publicación y depósito de aquellos pactos que afectaran a más del 5% del capital de una sociedad cotizada y se hubieran celebrado, modificado o prorrogado con anterioridad a la entrada en vigor de dicha Ley.

Pactos parasociales: porcentaje de capital social afectado

CUADRO 9.4

Entidad afectada	Mercado	% capital social afectado
Agrupacio Actividades e Inversiones Inmobiliarias	Corros	86,3
Antena 3 de Televisión, S.A.	Mercado continuo	39,5
Campofrío Alimentación	Mercado continuo	10,0
Cementos Molins	Corros	81,7
Cortefiel	Mercado continuo	86,8
Fomento de Construcciones y Contratas	Mercado continuo	45,6
La Seda de Barcelona	Mercado continuo	13,8
Nicolás Correa	Mercado continuo	46,6

Fuente: CNMV.

28. Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas.

9.2.3 Operaciones con partes vinculadas de empresas cotizadas

Las sociedades cotizadas pueden realizar operaciones con partes vinculadas que pueden consistir en transferencias de recursos, servicios u obligaciones, con independencia de que exista o no contraprestación.

Una parte se considera vinculada a otra cuando ejerce o puede ejercer, directa o indirectamente, el control sobre ésta, o tiene o puede tener una influencia significativa sobre su toma de decisiones financieras y operativas.

Este tipo de transacciones pueden ser una fuente de conflictos de interés, al ofrecer oportunidades para obtener beneficios a ciertas partes relacionadas con la empresa en detrimento de los accionistas de la sociedad. Ello justifica su regulación y la normativa española introdujo en la Ley 44/2002 la obligación de que las sociedades emisoras informen sobre las operaciones realizadas con partes vinculadas y la Orden EHA/3050/2004 concretó dichas operaciones.

En 2005 las sociedades cotizadas comenzaron a incluir en la información pública semestral remitida a la CNMV, referida a 2004, las operaciones realizadas con los accionistas mayoritarios, los administradores y cargos directivos, y otras partes relacionadas con la sociedad. De dicha información se destaca que la mayor parte de las empresas consideradas (un 85%) declararon haber realizado alguna operación vinculada en dicho periodo. Cabe resaltar que entre las empresas que no declararon operaciones vinculadas²⁹ se encontraban empresas de elevado peso en el IGBM.

El número de operaciones comunicadas fue de 1.037, por un importe de 64.530 millones de euros. La concentración fue elevada pues diez sociedades³⁰ informaron del 85% de dicho importe.

Como puede apreciarse en el cuadro siguiente, las operaciones vinculadas de mayor importancia, por número e importe, fueron las realizadas con los accionistas significativos.

La variedad de operaciones vinculadas comunicadas fue amplia; por ejemplo se señalan hasta 29 tipos diferentes de transacciones dentro de las realizadas con accionistas significativos. Los acuerdos de financiación mediante préstamos y la prestación de servicios fueron las transacciones más frecuentes y de mayor importe.

Dentro de las operaciones vinculadas a los administradores y directivos, destacan las remuneraciones y la concesión de préstamos. Y respecto a operaciones con personas o sociedades del grupo, las más importantes son la concesión de garantías y avales destacó en las operaciones.

29. Acerinox, Aldeasa, Arcelor, Banco de Sabadell, Banco Pastor, Banesto, Corporación Mapfre, Cortefiel, EADS, FCC, Inditex, La Seda de Barcelona, SCH, Aguas de Barcelona, TecnoCom-Telecom y Energía, Tubacex y Zardoya Otis.

30. Telefónica Móviles, Repsol YPF, Sol Meliá, Telefónica, Endesa, Gas Natural, Abertis, Enagás, Iberdrola y Cepsa.

1º Semestre 2005

Operaciones con...	Nº de sociedades	Tipo de operaciones ¹	Nº de operaciones	Importe (mill €)
Accionistas significativos	54	29	440	50.161
Administradores y directivos	79	23	367	5.422
Personas o entidades del grupo	32	25	158	7.476
Otras partes vinculadas	18	18	72	1.471
Total	116¹	33²	1.037	64.530
% sobre el total				
Accionistas significativos	46,6	87,9	42,4	77,7
Administradores y directivos	68,1	69,7	35,4	8,4
Personas o entidades del grupo	27,6	75,8	15,2	11,6
Otras partes vinculadas	15,5	54,5	6,9	2,3

Fuente: CNMV.

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

Comunicación de operaciones por administradores y directivos

El 11 de noviembre se aprobó el Real Decreto 1333/2005, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de valores, en materia de abuso de mercado. Con su promulgación, se transponen al ordenamiento jurídico español la Directiva 2003/124/CE de la Comisión sobre definición y revelación pública de la información pública y definición de manipulación de mercado; la Directiva 2003/125/CE de la Comisión sobre presentación imparcial de recomendaciones de inversión y revelación de conflictos de interés y la Directiva 2004/72/CE de la Comisión sobre prácticas aceptadas de mercado, operaciones efectuadas por directivos y notificación de operaciones sospechosas. Estas tres directivas, junto con el reglamento de la CE 2273/2003 sobre exenciones para programas de recompra y la estabilización de instrumentos financieros, desarrollan y completan la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre abuso de mercado.

El artículo 9.1 del RD 1333/2005 establece la obligación de comunicar a la CNMV todas las operaciones sobre acciones de sociedades cotizadas que realicen sus administradores y directivos, incluidas las efectuadas por personas con las que el administrador o directivo mantenga un vínculo estrecho. La comunicación al supervisor y al mercado de las operaciones realizadas sobre acciones del emisor, por parte de los directivos de las empresas cotizadas, constituye una información de gran importancia para los participantes en el mercado, a la vez que contribuye a labor de supervisión de los mercados ejercida por las autoridades competentes.

En el apartado 2 de dicho artículo se señala que “se entenderá por directivo cualquier responsable de alto nivel que tenga habitualmente acceso a la información privilegiada relacionada, directa o indirectamente, con el emisor y que, además, tenga competencia para adoptar las decisiones de gestión que afecten al desarrollo futuro y a las perspectivas empresariales del emisor”.

El apartado 3.d del artículo 9 considera que un administrador o directivo mantiene un vínculo estrecho con toda persona jurídica en la que ocupen un cargo directivo o estén encargados de su gestión, con aquellas personas jurídicas que estén directamente o indirectamente controladas por el administrador o directivo o que se haya creado para su beneficio, o cuyos intereses económicos sean en gran medida equivalentes a los del administrador o directivo.

De los supuestos mencionados en el párrafo anterior, destaca por su novedad la consideración de vínculo estrecho de toda entidad en la que un directivo o consejero de una entidad cotizada ocupe simultáneamente un cargo directivo, con independencia de si la capacidad de decisión que lleva aparejada el cargo directivo es mancomunada o solidaria. Esta situación afecta a un buen número de consejeros o directivos de diversas entidades, quienes tras la aprobación del Real Decreto tienen la obligación de comunicar de forma indirecta todas las operaciones realizadas por cualquier persona jurídica en la que ocupen un cargo directivo, en los términos señalados en el apartado 2 del artículo 9 de este Real Decreto.

9.2.4 Voto a distancia en las juntas generales

Un buen funcionamiento de las juntas generales de accionistas con una participación de todos los accionistas en la toma de decisiones sociales constituye un requisito fundamental para el buen gobierno de las sociedades. Con el fin de facilitar la participación de accionistas cuya residencia pudiera dificultar su presencia, la normativa de fomento de la transparencia incluyó la posibilidad de que las sociedades establecieran como alternativa la utilización de medios telemáticos para el ejercicio del derecho de voto en la junta general.

Para que este mecanismo sea utilizado con todas las garantías es preciso que se establezcan ciertos requisitos como la certificación de la identidad del sujeto que ejerce su derecho a voto. Además, para que su uso se extienda entre el accionariado es necesario, no sólo que se difundan las ventajas y posibilidades que ofrecen esos mecanismos de voto distancia, sino también que se establezcan procedimientos eficaces y comprensibles por cualquier accionista.

En 2005, 27 de las empresas que componen el Ibex 35 habían desarrollado sistemas informáticos para permitir a sus accionistas ejercer el derecho de voto a distancia por medios electrónicos. En algunos casos las sociedades retransmitieron por medios telemáticos la junta general y permitieron a sus accionistas votar como si su asistencia fuera física. Sin embargo, y a pesar de todas estas mejoras, el uso de los dispositivos telemáticos de voto a distancia sigue siendo poco significativo.

9.2.5 Páginas web de las sociedades cotizadas

La Ley de Transparencia establece la obligación para las sociedades cotizadas de disponer de una página web para difundir información relevante a los mercados y a sus propios accionistas. La normativa de desarrollo³¹ concreta los contenidos mínimos que se deben incluir en la web y señala la obligación de estructurar esta información de manera sencilla y accesible.

La CNMV revisa permanentemente las páginas web de las sociedades que cotizan en España, vigilando que se incluyan los contenidos obligatorios, como son los hechos relevantes o las convocatorias de juntas. La valoración sobre el grado de cumplimiento en 2005 mejoró respecto al año anterior, ya que al cierre del año el 67% de las sociedades cumplían los requisitos exigidos por la normativa, frente al 50% de 2004. La mayor parte de los incumplimientos observados fueron de escasa relevancia y se concentraron en sociedades cotizadas en corros.

La Ley de Transparencia también extendía las obligaciones de información a las cajas de ahorros, si han emitido valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores. Durante 2005, la CNMV publicó la normativa de desarrollo para la información a suministrar por estas entidades³².

La CNMV analizó las páginas web de las cuarenta cajas de ahorros que estaban obligadas a disponer de ella según la regulación. El 65% de las mismas disponían de una página web satisfactoriamente adaptada a la normativa, tanto por lo que se refiere a los contenidos como a la accesibilidad de los mismos. El resto de las cajas deben introducir mejoras, y sólo una entidad carece de espacio específico para informar a los inversores en su página web.

9.2.6 Los informes de gobierno corporativo de los emisores de valores

En diciembre de 2005, la CNMV presentó el primer Informe de Gobierno Corporativo de las Entidades Emisoras de Valores Admitidos a Negociación en Mercados Secundarios Oficiales³³. En él se analizan los principales aspectos contenidos en los informes anuales de gobierno corporativo del ejercicio 2004 publicados por 182 sociedades cotizadas, 42 cajas de ahorros y 19 entidades emisoras de valores de renta fija.

Algunos de los aspectos más relevantes recogidos en el Informe son:

- El promedio de capital flotante de las empresas cotizadas se situó en el 39% del capital. En el 31% de las empresas existía alguna persona física o jurídica que ejercía o podría ejercer el control³⁴.

31. Circular 1/2004, de 17 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

32. Circular 2/2005, de 21 de abril, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el Informe Anual de Gobierno Corporativo y otra información de las Cajas de Ahorros que emitan valores admitidos a negociación en Mercados Oficiales de Valores.

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

34. Control según lo dispuesto en el artículo 4 de la Ley del Mercado de Valores.

- El tamaño medio del consejo de administración se situaba en 9,7 miembros. Su distribución por tipos de consejeros fue la siguiente: 20,6% son consejeros ejecutivos, un 43,5% dominicales, un 31,7% independientes y un 4,2% externos. Respecto a su funcionamiento, en el 20,3% de las compañías se exigía mayorías reforzadas para la adopción de acuerdos. El 37,9% de las sociedades tenían comisión delegada con funciones ejecutivas, siendo pocas las compañías con reglamentos específicos para las comisiones delegadas del consejo.
- Sólo el 11% de las sociedades cotizadas declararon situaciones de conflicto de intereses.
- Los comités de auditoría y las comisiones de nombramiento y retribuciones estaban formados por una amplia mayoría de consejeros externos. Existían comisiones de nombramiento en el 59,3% de las sociedades, realizando la propuesta del nombramiento del 63% de los nuevos consejeros.
- La comisión de estrategia e inversiones, de carácter voluntario, solo había sido constituida en el 8,2% de las sociedades cotizadas.
- El volumen total de operaciones vinculadas con accionistas significativos ascendió a 33.839 millones de euros, y el realizado con administradores y directivos, a 2.628 millones de euros.
- El promedio de participación en las juntas de accionistas se situó en 2004 en el 71,6% del accionariado.

En cuanto a las otras 19 entidades emisoras de valores distintos de las acciones³⁵, hay que señalar que en el 71,4% de ellas, las participaciones significativas representaban el total del capital social. El promedio de miembros del consejo era de 11, constituyendo los consejeros externos una amplia mayoría. La cifra agregada de operaciones vinculadas con accionistas significativos fue de 6.864 millones de euros y de 350.000 euros con administradores o directivos.

Por último, los 42 informes anuales de gobierno corporativo remitidos en 2004 por las cajas de ahorros con valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores³⁶ ponen de manifiesto que:

- Las asambleas generales estaban constituidas en promedio por un 26% de miembros de las corporaciones municipales, un 36% de impositores, un 12% de fundadores, un 10% de empleados y un 16% de otros miembros. En el 83% de las cajas analizadas, el grupo de las corporaciones municipales y el grupo de los impositores poseen la mayoría de los derechos de voto en los órganos de gobierno de

35. Obligadas a publicar un Informe Anual de Gobierno Corporativo por la Disposición Adicional Tercera de la Ley de Transparencia.

36. Obligadas a publicar un Informe Anual de Gobierno Corporativo por la Disposición Adicional Segunda de la Ley de Transparencia. Desarrollada por la Circular 2/2005, de 21 de abril, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el Informe Anual de Gobierno Corporativo y otra información de las Cajas de Ahorros que emitan valores admitidos a negociación en Mercados Oficiales de Valores.

las cajas de ahorros. En el 38% de las cajas se constituyó un comité de auditoría, siendo asumidas sus funciones en el resto de los casos por la comisión de control.

- Respecto a las operaciones vinculadas, el importe medio por operación a favor de los miembros del consejo fue de 231.000 euros, las operaciones de crédito, aval o garantía con grupos políticos ascendieron a un total de 43 millones de euros y las operaciones con instituciones públicas alcanzaron 2.488 millones de euros.

El Informe Anual de Gobierno Corporativo de las cajas de ahorros

La CNMV aprobó la Circular 2/2005¹ que desarrolla el modelo del Informe Anual de Gobierno Corporativo (IAGC) y otra información que deben presentar las cajas de ahorros que hayan emitido valores que estén admitidos a negociación en mercados oficiales. Esta disposición detalla la información a remitir por este tipo de entidades de crédito, en paralelo con lo establecido en la Circular 1/2004 para las sociedades anónimas cotizadas.

Esta nueva Circular tiene en cuenta las peculiaridades jurídicas de las cajas de ahorros, en cuyos órganos de gobierno participan las corporaciones municipales, los impositores, las personas o entidades fundadores de las cajas y los empleados. También participan, en algunos casos, representantes de la comunidad autónoma donde este radicada la caja, y otras entidades y corporaciones de derecho público. Precisamente, en el primer apartado del modelo de IAGC se solicita información sobre el grado de representación de los distintos grupos que participan en su gobierno, sobre el proceso de adopción de acuerdos y sobre el funcionamiento de las asambleas generales, entre otros aspectos.

Las cajas de ahorros deben informar con detalle de las operaciones de crédito, aval o garantía realizadas con los miembros del consejo, de la comisión de control y con partidos políticos; de las operaciones crediticias con instituciones públicas que hayan designado consejeros generales; y de las operaciones vinculadas y operaciones intragrupo, en particular de las operaciones significativas realizadas con miembros de sus órganos de gobierno, sus directivos y entidades del grupo.

Por otro lado, debe informarse sobre la estructura del negocio del grupo y de los sistemas de control de riesgos que hayan implantado. También se

1. Circular 2/2005, de 21 de abril, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el Informe Anual de Gobierno Corporativo y otra información de las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en Mercados Oficiales de Valores. Esta Circular cumple con los mandatos de la Disposición Final Primera de la Orden ECO/354/2004, de 17 de febrero, sobre el Informe Anual de Gobierno Corporativo y otra información de las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en Mercados Oficiales de Valores.

debe informar sobre las inversiones y desinversiones de carácter estratégico y estable que hayan efectuado, así como la viabilidad financiera de las citadas inversiones y su adecuación a los planes estratégicos de la entidad.

Por último, se pide información sobre las remuneraciones percibidas por los miembros del consejo de administración, de la comisión de control y del personal directivo de la caja. Además, deben explicar el grado de seguimiento de las recomendaciones en materia de buen gobierno. En 2005 las cajas de ahorro han remitido por primera vez su IAGC, cuyas principales conclusiones se han señalado en el apartado 9.2.6.

9.2.7 Código Unificado de Buen Gobierno Corporativo

Respondiendo al mandato, recogido en la Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, sobre el informe anual de gobierno, de que la CNMV elaborara un documento único sobre gobierno corporativo con las recomendaciones existentes, contenidas en los llamados Informes Olivencia y Aldama, el Consejo de Ministros acordó en julio de 2005 que la CNMV abordara dicha tarea auxiliada por un Grupo Especial de Trabajo³⁷.

El Grupo, dirigido por el presidente de la CNMV, estuvo integrado por miembros de la Administración y del sector privado, designados estos últimos por el Secretario de Estado de Economía, a propuesta del presidente de la CNMV. Los miembros del sector privado fueron D. Jesús Caínzos, D^a Ana María Llopis, D. Cándido Paz-Ares, D. Aldo Olcese y D. Vicente Salas. En lo que atañe a la Administración, formaron parte del Grupo, en representación del Ministerio de Economía y Hacienda, la Directora General del Tesoro y Política Financiera, D^a Soledad Núñez, y la Jefa de la Asesoría Jurídica de la Secretaría de Estado de Economía, D^a Carmen Tejera; en representación del Ministerio de Justicia, la Directora General de los Registros y el Notariado, D^a Pilar Blanco, y el Director del Servicio Jurídico del Estado, D. Joaquín de Fuentes; y en representación del Banco de España, D. José Manuel Gómez de Miguel, Jefe de la División de Regulación. A propuesta del Presidente de la CNMV, el Grupo acordó invitar también a sus reuniones, con carácter permanente, a D. José María Garrido y D. Enrique Piñel, como expertos en gobierno corporativo en la Unión Europea. El Director del Servicio Jurídico de la CNMV, D. Javier Rodríguez Pellitero, actuó como secretario.

El resultado de este trabajo ha sido la elaboración de un Proyecto de Código Unificado de Recomendaciones sobre Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas, que se sometió a consulta pública y se ha publicado a principios de 2006. Este documento se inspira en dos principios básicos:

37. Por Acuerdo del Gobierno, de 25 de julio de 2005.

- Voluntariedad en su cumplimiento, sujeta al principio de *cumplir o explicar*³⁸.
- Generalidad ya que se enuncian recomendaciones generales y no se señalan todos los supuestos en que se puedan admitir excepciones a una o a varias de ellas.

El documento contiene 74 recomendaciones sobre diversos aspectos de la composición, el funcionamiento y las reglas de organización de los órganos decisorios y consultivos de las sociedades cotizadas, así como de los miembros de éstos. También contiene recomendaciones complementarias destinadas a fomentar la participación de los accionistas en las juntas generales, asegurar la independencia de los auditores y potenciar el control jurídico de los órganos de gobierno.

Cabe destacar como recomendaciones que:

- En la junta de accionistas, se eliminen las restricciones en el número máximo de votos, y se voten por separado los asuntos que sean sustancialmente independientes.
- En el informe anual de gobierno corporativo, se explique la existencia de consejeros dominicales que representen a menos del 5% del capital, así como la no representación en el consejo de accionistas cuya participación en el capital sea mayor que la de otros accionistas que sí estén representados. Se vele para que exista diversidad de género dentro del consejo y, cuando el número de consejeras sea escaso o nulo, se expliquen los motivos y las iniciativas tomadas para corregirlo.
- Se detallen algunas circunstancias que impedirían considerar a un consejero como independiente.
- Se permita el cese de los consejeros independientes de resultados de OPA, fusiones u otras operaciones societarias similares que supongan un cambio en la estructura de capital.
- Se detallen individualmente las retribuciones de los consejeros. Además se recomienda que sólo los consejeros ejecutivos tengan remuneraciones ligadas al rendimiento de la sociedad.
- Se separe en dos órganos la comisión de nombramientos y retribuciones.

38. Las sociedades cotizadas tendrán que manifestar por primera vez su cumplimiento con ocasión de la aprobación de su Informe Anual de Gobierno Corporativo correspondiente a 2006.

10 Supervisión de los mercados

La CNMV supervisa todos los mercados oficiales de valores y los sistemas organizados de negociación españoles, a excepción del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, donde esta labor la ejerce el Banco de España. La CNMV también supervisa las fases posteriores a la negociación, como es el registro, la compensación y la liquidación de valores, así como la actividad de las entidades de contrapartida central.

Dentro de esta labor de supervisión, en 2005 la CNMV analizó más de 62 mil operaciones realizadas en los mercados secundarios¹, que suponen un 2 por mil del total de operaciones realizadas en los mercados, debido a alguna característica que fue captada por el sistema de alarmas del supervisor. Estas alarmas procesan información procedente de los propios mercados que se consideran señales de supervisión, así como otro tipos de datos, que abarcan desde información macroeconómica hasta el seguimiento de recomendaciones de inversión o rumores difundidos en foros de Internet.

La mayor parte de las alarmas se generan en el mercado de renta variable y en la liquidación de valores, como se puede observar en el cuadro 10.1.

Resumen de la actividad supervisora de mercados. 2005

CUADRO 10.1

	Renta variable	Renta fija	Derivados	Liquidación	Total
Número de operaciones	17.092.434	572.377	2.759.641	23.814.992	44.239.444
Señales de supervisión ¹	32.938	3.175	6.359	20.379	62.851
Solicitudes de información	319	40	35	20	414
Informes de supervisión	259	30	49	20	358
Informes remitidos a otras direcciones u organismos	42	4	14	7	67
Informes periódicos	13	12	24	12	61

Fuente: CNMV.

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

1. Las 62.851 operaciones analizadas en 2005 suponen un incremento del 1,5% respecto a las realizadas en 2004. Por mercados, el mayor aumento se produjo en las señales de supervisión con un incremento del 24,2%.

Cuando del análisis anterior surge la necesidad de un estudio más detallado o la actuación inmediata de la CNMV, el informe de supervisión elaborado por la Dirección de Mercados Secundarios se remite a la Unidad de Vigilancia de Mercados, o a otros departamentos de la CNMV para que prosigan las tareas de supervisión. En 2005 se remitieron 67 de estos informes.

10.1 Actuaciones destacadas de la CNMV en los distintos mercados

10.1.1 Renta variable

Suspensión de negociación por difusión de información

La CNMV tiene la potestad de suspender la negociación de un valor cuando sospecha que existe información relevante sobre el mismo que no es conocida por la generalidad del mercado. La suspensión de la negociación se mantiene sólo el mínimo tiempo imprescindible para asegurarse de que dicha información es difundida adecuadamente, con la finalidad de minimizar los costes de liquidez que impone a los inversores.

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

En 2005 se produjeron menos suspensiones de negociación por necesidad de difusión de información relevante, aunque aumentaron las derivadas de presentación de OPA, de acuerdo con la actividad registrada en este mercado (véase cuadro 10.2).

Suspensiones temporales de cotización en bolsa

CUADRO 10.2

	2004	2005
Número de emisores suspendidos	57	44
Número de suspensiones	74	68
Por presentación de OPA	8	12
Por difusión de información relevante	60	54
Por finalización del plazo de aceptación de OPA de exclusión	5	1
Otras	1	1

Fuente: CNMV.

La CNMV siguió esforzándose en reducir el tiempo de suspensión de los valores afectados. Así, la duración media de las interrupciones de negociación se redujo respecto a 2004 en un 47,8% para el mercado continuo y en un 67,4% para los mercados de viva voz. Además, con el fin de limitar en lo posible la generación de incerti-

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

dumbre sobre los inversores, cuando fue posible, en las propias comunicaciones de suspensión, se señaló el momento previsto para la reanudación de la cotización.

Exclusiones de negociación

El grueso de las 42 exclusiones de negociación de acciones que se produjeron en 2005, fueron bajas en el registro administrativo de IIC, seguidas por las causadas por la disolución y liquidación de la sociedad y por las derivadas de fusiones entre empresas.

Sólo se produjeron tres casos de exclusión tras la realización de una OPA sobre el total del capital social y una mediante una OPA de exclusión³.

Vigilancia de valores de escasa liquidez

La CNMV realizó un análisis específico sobre los valores negociados con mediana o pequeña capitalización, que además tienen escasa liquidez. Como en estos valores la aparición de rumores suele generar una elevada volatilidad en sus cotizaciones, resultan muy vulnerables ante comportamientos manipulativos. La actividad supervisora de la CNMV sobre estos valores se centró en analizar la posible existencia de manipulación de precios que pudiera haber provocado momentos de alta volatilidad.

Vigilancia de negociación con la autocartera

Una especial dedicación mereció la negociación con acciones propias en programas de recompra⁴, que se regulan en el Reglamento de la Comisión Europea que desarrolla la Directiva de Abuso de Mercado⁵. Esta norma impuso un nuevo enfoque normativo, ya que exceptuó del régimen de abuso de mercado a los programas de recompra y de estabilización de instrumentos financieros.

A lo largo del pasado ejercicio, la CNMV realizó un estrecho seguimiento de las actividades de negociación con acciones propias, correspondientes a programas de recompra comunicados por las sociedades emisoras y vigentes en 2005. Específicamente se supervisó el cumplimiento por parte de las sociedades emisoras de las obligaciones establecidas en el citado Reglamento, así como de las condiciones estipuladas en sus propios programas de recompra.

Además, la CNMV realizó diversas recomendaciones a los intermediarios para la correcta ejecución de los referidos programas con el fin de evitar, en la medida de lo posible, un impacto significativo en la negociación del valor.

3. Durante 2005 se autorizó además la OPA de exclusión sobre Transportes Azkar, que finalizó hasta 2006.

4. Un programa de recompra es la negociación con acciones propias de acuerdo con los artículos 19 a 24 de la Directiva 91/1977, segunda Directiva del Consejo, de 13 de diciembre de 1976, [...] con el fin de proteger los intereses de los socios y terceros, en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital.

5. Reglamento 2273/2003 de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, por el que se aplica la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a las exenciones para los programas de recompra y la estabilización de instrumentos financieros.

Por otro lado, actuaciones dirigidas a la persecución del abuso de mercado permitieron identificar casos de indicios sobre posibles manipulaciones de precios con acciones propias durante los periodos de fijación de precio en el mercado primario. También se detectaron indicios de una posible manipulación del precio del valor por la posición dominante de la operativa de autocartera en el mercado.

Seguimiento de la fusión de Telefonica-Terra

El anuncio de fusión por absorción de Terra Networks por parte Telefónica dio origen a un análisis detallado de la negociación de las acciones de la primera durante un periodo anterior a dicho anuncio para ver si se había producido un control artificial del precio de estas acciones a finales de 2004, periodo en el que se produjeron rumores sobre una posible operación corporativa promovida por Telefónica⁶. En el análisis efectuado no se encontraron indicios que probaran alguna influencia artificial para alterar el precio de mercado.

Seguimiento de las OPA sobre Aldeasa

Las OPA sobre las acciones de Aldeasa lanzadas sucesivamente por GEA, Advent Internacional y Retail Airport Finance fueron también objeto de estudio por parte del supervisor. La CNMV detectó, en su inicio, rumores persistentes sobre la existencia de varias OPA competidoras. Para valorar si se estaba produciendo una utilización de información privilegiada, se analizó en detalle la evolución de la cotización del valor y su comportamiento en el mercado antes, durante y después, de la presentación de las OPA, incluyendo la actividad de préstamo de valores, negociación intradía y ventas justificadas con valores en préstamo. Asimismo, se solicitó información sobre titulares y ordenantes a los principales miembros negociadores en el valor, cotejándose las respuestas recibidas con los bancos avalistas y entidades que intervinieron por cuenta de los oferentes. Adicionalmente, se solicitó el envío de hechos relevantes aclaratorios a algunas de las compañías involucradas en la presentación de las diferentes OPA.

Transacciones de lotes de acciones (*block trade*)

Las transacciones de lotes de acciones consisten en la transmisión de un paquete por parte de un único accionista, o un número reducido de ellos, a una pluralidad de inversores institucionales y profesionales.

Las ventas de lotes de acciones pueden realizarse tanto mediante operaciones de *bought deal* como mediante procesos de *book building*. Las primeras consisten en colocar el lote a una entidad financiera aseguradora, que posteriormente las recoloca entre inversores institucionales. La entidad financiera toma, por lo tanto, el riesgo de la operación. En el *book building* la entidad financiera elegida recoge previamente demandas de inversores

6. Estos rumores se desencadenaron tras el lanzamiento de una OPA por parte de Deutsche Telekom sobre su filial de Internet T-Online, una empresa con características similares a Terra Networks.

institucionales durante un periodo de tiempo, de forma que puede determinar un precio al cual tomar el paquete de las acciones.

Para este tipo de transacciones no es necesario la publicación de un folleto informativo de venta, al estar dirigida exclusivamente a inversores cualificados por lo que, según el artículo 30 bis de la Ley del Mercado de Valores, no se consideraría oferta pública. Este artículo fue modificado por el Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública, que traspuso a la normativa española aspectos legales de la Directiva 2003/71/CE sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores, publicada el 31/12/2003 (Directiva de Folletos).

La transmisión de un paquete de acciones puede tener un impacto significativo en el precio del valor sobre el que se realizan, no sólo por el volumen que conllevan sino, además, por el contenido informativo sobre la identidad de vendedores y compradores.

Pero el hecho de que la información sobre las transacciones no sea pública sino sólo conocida por los inversores involucrados en el proceso, provoca además problemas de asimetría informativa entre los participantes en el mercado. Dichos efectos se ven reforzados si la colocación de los lotes se realiza a lo largo de un periodo de tiempo, dado que los inversores involucrados poseen información completa pero el resto de inversores sólo tienen información cuando cada transacción se comunica a la bolsa.

Para evitar estas asimetrías informativas y evitar que se deteriore la calidad del mercado, la CNMV está trabajando en la posibilidad de elaborar recomendaciones sobre la realización de estas operaciones y sobre su comunicación al mercado.

10.1.2 Renta fija

Durante 2005, se realizó un seguimiento especial de la actividad de las emisiones convertibles en acciones. En la valoración de esos productos se conjugan aspectos relacionados con el mercado de renta fija y con el mercado de renta variable y puede producirse arbitraje entre ambos. La labor de supervisión, realizada en los dos mercados, se intensificó en los momentos próximos de las opciones a su conversión, con el fin de descartar la realización de prácticas manipuladoras.

Por su parte, en el mercado AIAF, la CNMV continuó con la supervisión de las emisiones de participaciones preferentes, realizándose un especial seguimiento sobre la comunicación de las operaciones en este mercado⁷.

7. AIAF reguló la información que los emisores deben comunicar al producirse cambios o variaciones de los términos y condiciones de dichos valores. Circular 2/2005, de 20 de octubre, de AIAF, sobre la documentación y procedimientos para la admisión a cotización de valores en AIAF Mercado de Renta Fija.

10.1.3 Productos derivados

Dentro de la supervisión general que hace la CNMV sobre la actividad en el segmento de warrants, certificados y otros productos, en 2005 se siguió con especial atención la actividad de los especialistas. Este control se realizó mediante la medición automatizada de horquillas, volúmenes y tiempos de presencia en mercado, según las normas del propio mercado⁸.

En cuanto al resto de los productos derivados, durante 2005 se continuó con el esfuerzo supervisor sobre aspectos relacionados con la operativa cuyo objetivo es el traspaso de efectivo entre diferentes titulares o la asignación discrecional de operaciones entre diferentes cuentas gestionadas por motivos fiscales.

Además, se realizaron análisis específicos de la actividad en los mercados de derivados en fechas previas a la difusión de importantes operaciones corporativas, en el caso de que se hubiese producido algún impacto en los precios de los contratos negociados en MEF. También fue objeto de un especial examen y evaluación, la actividad de los miembros negociadores por cuenta propia.

En el Mercado de Futuros del Aceite de Oliva, la supervisión se centró especialmente en el análisis de las posiciones en las semanas previas al vencimiento y en el seguimiento de la liquidación por entrega física. Hay que destacar que en la liquidación de los contratos por entrega física, que superó las 14.000 toneladas, no se produjo ningún incumplimiento en el mercado, lo que es indicativo de la consolidación de este mercado.

10.1.4 Registro, contrapartida, compensación y liquidación

Con motivo de la puesta en funcionamiento del Sistema Unificado de Cases, que forma parte del proyecto de Ventana Unificada de Comunicaciones⁹, desde la CNMV se realizó un estrecho seguimiento de la evolución en la eficiencia de la liquidación y de los ajustes realizados por Iberclear para mejorar el sistema. Se comprobó que, una vez superados algunos problemas operativos iniciales, derivados de la novedad del sistema, se alcanzó unos niveles de eficiencia satisfactorios.

Finalmente, debe destacarse que en 2005 se ha realizado una inspección in situ a Iberclear, con la colaboración del Banco de España, con el objetivo de revisar el cumplimiento de las funciones que tiene encomendadas, según la normativa vigente.

10.2 Unidad de vigilancia de mercados

La Unidad de Vigilancia de Mercados de la CNMV (UVM) tiene el cometido de investigar la posible existencia de prácticas contrarias a la integridad del mercado. De modo especial, la UVM se centra en las situaciones en que podría haberse producido abusos de mercado.

8. Instrucción operativa 39/2003, de la Sociedad de Bolsas, relativa a los parámetros de presencia del especialista en el segmento de negociación de warrants, certificados y otros productos.

9. Para una descripción más detallada de este proyecto, véase capítulo 4 sobre registro, contrapartida, compensación y liquidación.

Entre otras actuaciones, la UVM comprueba que los emisores y las entidades que asesoran o prestan servicios de inversión cuenten con procedimientos para cumplir las normas de conducta establecidas en la Ley del Mercado de Valores¹⁰, desarrolladas en el Real Decreto 1333/2005 de Abuso de Mercado¹¹.

En el cuadro 10.3 se detalla el número de las actuaciones llevadas a cabo por la UVM durante el año 2005:

Las investigaciones de la UVM pueden dar lugar a otras actuaciones del supervisor, si se estima que hay indicios de prácticas que no se adecuan plenamente a las normas en vigor. Durante el año 2005, estas actuaciones fueron las siguientes:

- Aperturas de expedientes sancionadores: el Comité Ejecutivo de la CNMV decidió la apertura de dos expedientes sancionadores por posibles prácticas de manipulación de las negociaciones, imputando a seis personas físicas o jurídicas; de cuatro expedientes sancionadores por posible comunicación o utilización de información privilegiada, imputando a otras siete personas; y de otro expediente sancionador por otros dos posibles incumplimientos de otras normas, imputando a otras dos personas.
- Advertencias: el Comité Ejecutivo de la CNMV decidió formular tres advertencias a emisores y asesores financieros para que, ante situaciones de información no pública, mejorasen, o cumpliesen en toda su extensión, las normas de conducta establecidas en sus propios Reglamentos Internos de Conducta.

Actuaciones de la Unidad de Vigilancia de Mercados

CUADRO 10.3

	2004	2005
Personas investigadas	446	461
Personas físicas	158	264
Personas jurídicas	288	197
Actuaciones desarrolladas en las investigaciones	507	1.086
Requerimientos	438	1.013
Peticiones de colaboración a organismos extranjeros	26	26
Tomas de declaración	24	25
Inspecciones realizadas	19	22
Actuaciones posteriores	13	10
Advertencias y comunicaciones previas de posibles incumplimientos	9	3
Aperturas de expedientes sancionadores	4	7

Fuente: CNMV.

10. Artículos 83 y 83 bis de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

11. Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado.

La colaboración con otros supervisores para la obtención de titularidades finales

La participación de entidades financieras en los mercados de valores nacionales es cada vez más importante. Estas entidades operan, tanto en su propio nombre como por cuenta de otros titulares finales, los cuales pueden ser residentes o no en nuestro territorio¹².

Desde su creación, la UVM ha recurrido a la colaboración de otros supervisores financieros con el fin de identificar a los titulares finales de operaciones realizadas en el mercado español a nombre de estas entidades financieras. Las solicitudes de colaboración internacional están amparadas en su mayoría en los acuerdos, multilaterales o bilaterales, de consulta, cooperación e intercambio de información suscritos por la CNMV¹³. Estas peticiones tienen como destinatarios habituales a los supervisores de los principales países desarrollados, puesto que allí están domiciliadas las entidades financieras cuya actividad tiene mayor peso en nuestros mercados de valores.

Hay que destacar que en 2005 aumentó la colaboración respecto a envío de información por parte de supervisores que en años anteriores habían planteado dificultades en la remisión de dicha información. Este aumento de la cooperación permitió a la UVM finalizar varias investigaciones pendientes, de las cuales una de ellas dio lugar al inicio de un expediente sancionador por posible utilización de información privilegiada de un residente en territorio nacional que había adquirido valores a través de una entidad financiera radicada en una jurisdicción de la que anteriormente no se había logrado recibir información.

Real Decreto 1333/2005 en materia de Abuso de Mercado

El Real Decreto 1333/2005, por el que se desarrolla la Ley 24/1988 del Mercado de Valores en materia de abuso de mercado, incorpora a nuestro ordenamiento jurídico muchos aspectos de gran relevancia en la citada materia, algunos de los cuales darán lugar a próximos desarrollos regulatorios por parte de la CNMV, como son:

- Se concretan los conceptos de información privilegiada y de manipulación de cotizaciones y se enumera una serie de indicios que permiten sospechar que una determinada práctica puede constituir manipulación de cotizaciones.
- Se fijan el procedimiento y los elementos a tener en cuenta para que el supervisor español pueda declarar aceptada una práctica. Dicha concreción se realizará mediante Circular de la CNMV.

12. Para mayor información sobre la importancia relativa de las operaciones realizadas por no residentes en los mercados de valores españoles, véase capítulo 1.

13. Estos acuerdos se conocen como MOU, Memorandum of understanding, y los actualmente vigentes se pueden consultar en la página web de la CNMV.

- Se regulan las obligaciones de los emisores en materia de información relevante y se detallan los medios y plazos para su comunicación al organismo supervisor, aunque se recoge la posibilidad de retrasar su comunicación bajo determinadas circunstancias. Se especifica que los emisores vendrán obligados a difundir en su página web la información relevante y tratarán que la comunicación de la información relevante se efectúe de la forma más sincronizada posible entre todas las categorías de inversores de todos los Estados miembros en los que el emisor haya solicitado o acordado la admisión a cotización de esos valores.
- Se detallan determinadas normas internas de los emisores, como el deber de confidencialidad en determinados supuestos y la obligación de crear registros de todas las personas que tengan acceso a información confidencial.
- Se establecen las obligaciones de comunicación al supervisor, sus plazos y contenidos, por parte de los administradores y directivos del emisor y de las personas que tengan vínculos estrechos con ellos. Las obligaciones de comunicación se refieren a las operaciones que efectúen sobre acciones y otros instrumentos financieros del emisor. Además, se habilita a la CNMV para que establezca unos modelos de comunicación específicos.
- Se regulan las condiciones que deben cumplirse para la elaboración y presentación de recomendaciones de inversión y para, en su caso, desvelar los conflictos de interés que puedan afectar a quienes elaboren tales recomendaciones. En cuanto a la elaboración de las recomendaciones, hay que destacar que el RD extiende su ámbito a los analistas independientes pero se excluye a los periodistas que estén sujetos a una normativa apropiada equivalente, como sus códigos deontológicos, siempre que dicha normativa tenga efectos similares a los mencionados en el texto legal comentado. También se regula la difusión de recomendaciones elaboradas por un tercero.

10.3 Supervisión de las ofertas públicas de adquisición

En materia de ofertas públicas de adquisición de valores, la CNMV analiza el cumplimiento de la normativa relativa a la información que el oferente debe suministrar a los accionistas¹⁴, los condicionamientos de las mismas y, en caso de tener como objetivo la exclusión de negociación del valor, el precio ofertado. Entre los aspectos relevantes de la supervisión en 2005, destacan:

14. Para mayor detalle sobre las OPA autorizadas en 2005, véase capítulo 2.

- En 2005 se produjeron algunas OPA de exclusión, como es el caso de Global Steel Wire, Transportes Azkar¹⁵. También se produjo la exclusión de Aldeasa, Recoletos y Amadeus. En las primeras y también en éstas últimas, se examinaron con detalle los informes de valoración y opiniones emitidas por expertos independientes y se comprobó su respeto a las normas de valoración señaladas en las normas.
- En la OPA sobre Aldeasa, formulada por Gestión de Explotaciones Aeroportuarias, se incluyó una advertencia de la CNMV señalando que se había autorizado la OPA según lo establecido para los casos de toma o aumento de una participación significativa¹⁶.
- En el caso de la OPA sobre Cortefiel, cabe destacar que se produjeron por primera vez dos ofertas que estuvieron condicionadas a la modificación de los estatutos sociales¹⁷, ya que en ambas se exigía que la junta de accionistas de esta compañía eliminara las restricciones de voto y acceso al consejo de la sociedad.
- En 2005 se tramitaron ofertas competidoras, sobre las sociedades Aldeasa y sobre Cortefiel. Cabe señalar, como novedad, la aplicación del procedimiento de presentación de mejoras en sobres cerrados en régimen de ofertas competidoras por primera vez desde que entrara en vigor la última reforma reglamentaria¹⁸.

Con motivo de la presentación de la OPA sobre Endesa presentada por Gas Natural en 2005, el Comité Ejecutivo de la CNMV consideró conveniente enviar cartas a los presidentes de las empresas afectadas y a Iberdrola, dado que la oferta incluía planes para la venta de activos a esta empresa. Estas cartas tenían el fin de asegurar el cumplimiento de las obligaciones impuestas por normativa española en materia de OPA. Además, cada una de ellas recordaba a cada empresa sus obligaciones durante el proceso, según el papel que en él jugaran:

- A Gas Natural, se le exigió seguir difundiendo como hecho relevante cualquier información que completara o desarrollara la información registrada y se le recordaba que debía velar para que la operación generara valor para todos los accionistas, incluidos los minoritarios.
- En la carta dirigida al presidente de Endesa, se hizo hincapié en el deber del consejo de administración de una sociedad afectada por una OPA de abstenerse de realizar cualquier operación que tuviera por objeto perturbar el desarrollo de la oferta, recogido en el artículo 14 del Real Decreto. Además, se recogían las actuaciones que la CNMV consideraría contrarias al citado artículo, exceptuando expresamente de éstas la búsqueda de ofertas competidoras. En el recuadro si-

15. En el caso de Transportes Azkar, esta exclusión se produjo en febrero de 2006.

16. Según el artículo 1 del Real Decreto 1197/1991, que regula las OPA para la toma o aumento de la participación. Este procedimiento no implica la supervisión por parte de la CNMV del precio ofrecido en la operación, como ocurre con las OPA en caso de exclusión, reguladas por el artículo 7 del citado decreto.

17. Artículo 21 del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, modificado por el Real Decreto 432/2003.

18. Artículo 36 sobre desistimiento y modificación de la oferta precedente del Real Decreto 1197/1991.

guiente se detallan las exigencias sobre el deber de abstención del órgano de administración de las sociedades afectadas por una OPA.

- A Iberdrola, que había alcanzado un pacto con Gas Natural, condicionado al éxito de la OPA, se le exigía el cumplimiento de sus obligaciones de difusión de cualquier información relacionada con dicho pacto, que complementase, desarrollase o modificase la ya registrada.

El 16 de septiembre de 2005, Endesa interpuso ante la Audiencia Nacional recurso contencioso-administrativo contra el citado acuerdo del Comité Ejecutivo de la CNMV. La Sección Sexta de la Sala de lo Contencioso-Administrativo de dicho tribunal, sin entrar a valorar el fondo del recurso, decidió, con fecha de 10 de noviembre, suspender de manera cautelar la ejecutividad del citado acuerdo¹⁹.

Artículo 14 de Real Decreto de OPA

El artículo 14 del Real Decreto de OPA establece que el órgano de administración de la sociedad afectada por una OPA se abstendrá de realizar, por sí o a través de cualquier persona concertada, cualquier operación que tenga por objeto perturbar el desarrollo de la oferta.

Las actuaciones restringidas previstas en la legislación están relacionadas con la adopción de acuerdos, que no siendo propios de la actividad ordinaria de la sociedad, pudieran conllevar modificaciones en el capital de la sociedad afectada mediante la emisión de acciones, u otros valores o instrumentos que den derecho a la adquisición o suscripción de acciones, emisión de obligaciones de cualquier clase, gravamen y disposición de activos, o la realización de operaciones con las acciones afectadas por la OPA.

En la Directiva europea relativa a las ofertas públicas de adquisición¹, esta regla de pasividad se regula en los apartados 2 y 3 de su artículo 9, que son de transposición voluntaria por parte de los Estados miembros. A diferencia de la normativa actual española, estos apartados establecen la obligación del órgano de administración de la sociedad afectada de obtener la aprobación de la junta general de accionistas antes de emprender cualquier acción que pueda impedir el éxito de la oferta, salvo la búsqueda de otras ofertas, y en particular a cualquier emisión de valores que pueda impedir la toma de control de la sociedad afectada de forma duradera.

De forma adicional, aquellas decisiones adoptadas y no aplicadas por los administradores antes de tener conocimiento de la oferta, que no siendo propias de la actividad ordinaria de la sociedad pudieran perturbar el desarrollo de la misma, requerirán igualmente la aprobación de la junta.

1. Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición.

19. Tanto las tres cartas enviadas como el acuerdo la medida cautelar pueden ser consultados en la página web de la CNMV.

11 Supervisión de entidades

En 2005 la CNMV inició una profunda revisión de su política de supervisión de las entidades financieras con el objetivo de mejorar su eficacia. El nuevo enfoque supone que la planificación de las actuaciones supervisoras tome como base la identificación de los riesgos de las entidades y la evaluación de las actuaciones previas de supervisión.

De acuerdo con el enfoque adoptado, el control de los riesgos se realiza de modo individualizado para cada entidad, lo que permite establecer su perfil de riesgo y delimitar, del modo más objetivo posible, la atención supervisora requerida por cada una de ellas. Los perfiles individuales así identificados permiten obtener, además, mapas de riesgos a distinta escala (sectores, subsectores, grupos financieros, etc.), facilitando de este modo la elección de prioridades y la planificación de las actividades de supervisión. Esta aproximación de lo particular a lo general se complementa con un análisis en el que se evalúa el impacto de distintos escenarios del entorno macro-financiero y del mercado sobre las entidades supervisadas.

Así, entre los elementos considerados para realizar la selección de las entidades objeto de supervisión *in situ*, reciben especial atención las conclusiones de inspecciones previas, los informes de auditoría de cuentas anuales e informes especiales y complementarios a los mismos, las reclamaciones y denuncias de los inversores, los informes anuales elaborados por las unidades de control de las entidades y el seguimiento de las medidas correctoras. Todos estos elementos también permiten realizar revisiones *in situ* de alcance limitado, centradas en las áreas de riesgo que concentran las debilidades más significativas detectadas a través del mapa de riesgos del sector. Debe señalarse, asimismo, que se ha dedicado un esfuerzo especial a la revisión de los manuales de procedimiento de las entidades, con un enfoque dinámico que presta especial atención a la gestión de los riesgos por parte de la propia entidad, particularmente a los derivados de la existencia de potenciales conflictos de interés.

Este nuevo esfuerzo de la CNMV en materia de supervisión se sitúa en una línea ya emprendida por otros destacados supervisores europeos y resulta plenamente congruente con la creciente importancia que la regulación concede a la identificación, la medición y el control de los riesgos en la gestión de las entidades financieras, como se aprecia, por ejemplo, en las nuevas recomendaciones del Comité de Supervisión Bancaria (Basilea II).

11.1 Supervisión de las empresas de servicios de inversión

La supervisión prudencial de las sociedades y agencias de valores tuvo una orientación tanto correctora como preventiva, con el fin de asegurar que las empresas contasen con un equilibrio patrimonial duradero y estable y que los proyectos empresariales planteados fuesen viables.

En línea con el enfoque de la supervisión basada en el riesgo, se prestó una especial atención a la calidad de los procedimientos internos de control y a su grado de cumplimiento. En este sentido, cabe destacar una evolución positiva en el papel de las unidades de control de las entidades, particularmente visible en la mejora de los contenidos de los informes anuales que remitieron a la CNMV. También hay que destacar la mayor participación de los consejos de administración en los procesos y decisiones sobre la calidad del control interno.

Todo lo anterior redundó en una mejor disciplina del sector, apreciable tanto en el cumplimiento de las normas, como en la adopción de medidas correctoras. Debe reseñarse que cada vez es más habitual que sean las propias entidades quienes detecten a tiempo sus debilidades y comuniquen a la CNMV las medidas correctoras que tienen previsto implantar.

La mejora reseñada se tradujo en una reducción del número de incidencias que precisaron la remisión de un requerimiento de la CNMV para su resolución. Estos pasaron de 1.190 en 2004 a 676 en 2005, en su mayor parte destinados a solicitar información (véase cuadro 11.1).

Supervisión de ESI: requerimientos remitidos por la CNMV en 2005 CUADRO 11.1

Tipo de requerimiento	Actuaciones		Total
	A distancia	<i>In situ</i>	
Por información fuera de plazo	100	—	100
Solicitud de información	143	341	484
Medidas correctoras o recomendaciones	45	47	92
Total	288	388	676

Fuente: CNMV.

11.1.1 Supervisión prudencial

La supervisión prudencial de las sociedades y agencias de valores centró su atención en la evolución de los resultados de las entidades, el cumplimiento de los requisitos de solvencia, la diversificación de riesgos y la disponibilidad de liquidez. Como se ha indicado, la actuación supervisora impulsó la adopción de medidas preventivas con el objetivo de garantizar el cumplimiento continuado de los requisitos prudenciales.

Como se indicó en el capítulo 7, el pasado ejercicio resultó globalmente favorable para el sector en términos de beneficios y se produjo un descenso en el número de entidades en pérdidas. Todo ello repercutió de manera positiva en la solvencia finan-

ciera del sector. Como se aprecia en el cuadro 11.2, en conjunto, las entidades mantuvieron un amplio margen de cobertura sobre los recursos propios exigibles por la regulación. Las situaciones de incumplimiento o cumplimiento ajustado en esta materia fueron escasas en número y reducidas en el tiempo.

Margen de cobertura de los recursos propios de las ESI sobre el coeficiente de solvencia¹. 2005

CUADRO 11.2

	Margen agregado del sector ²	Promedio por entidad ³		Número de entidades según el margen				
		Importe ²	% ⁴	<50%	<100%	<200%	<500%	>=500%
Sociedades de valores	846.054	18.392	487,78	5	4	6	13	18
Miembros de bolsa	718.227	18.901	474,61	4	3	5	11	15
No miembros de bolsa	127.827	15.978	577,85	1	1	1	2	3
Agencias de valores	115.612	2.065	243,88	7	13	10	14	12
Miembros de bolsa	21.118	2.112	364,67	0	1	2	4	3
No miembros de bolsa	94.494	2.054	227,07	7	12	8	10	9
Sociedades gestoras de cartera	9.593	564	61,3	4	4	3	4	2
Total	971.259	8.162	410,67	16	21	19	31	32

Fuente: CNMV.

1. Diferencia entre recursos propios computables y recursos propios exigibles a efectos del coeficiente de solvencia.
2. Miles de euros.
3. Promedio ponderado por los recursos propios exigibles de cada entidad.
4. En porcentaje sobre los recursos propios exigibles.

La supervisión prudencial de la CNMV se realiza tanto en base individual como en base consolidada. Al cierre del pasado ejercicio, había 52 grupos financieros sujetos a supervisión en base consolidada, dos menos que el año anterior. Una importante novedad en este ámbito fue la entrada en vigor de la Ley de Supervisión de los Conglomerados Financieros y de su correspondiente reglamento¹. La nueva regulación

La supervisión de los conglomerados financieros

La Ley de Supervisión de los Conglomerados Financieros¹ diseña un nuevo sistema de supervisión al que habrán de sujetarse las entidades reguladas del sector financiero que estén integradas en un conglomerado financiero. La nueva ley afecta tanto a entidades autorizadas en España como en otros países comunitarios. También afecta a entidades autorizadas en terceros Estados, siempre que desarrollen actividades reservadas a las entidades de

1. Ley 5/2005, de 22 de abril, de supervisión de los conglomerados financieros y RD 1332/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la ley anterior.

crédito, las empresas de servicios de inversión, las entidades aseguradoras y reaseguradoras, las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva o las entidades gestoras de fondos de pensiones.

La Ley centra la supervisión en el seguimiento de la solvencia, las políticas de adecuación de capital, la concentración de riesgos, las operaciones intragrupo y los procedimientos y mecanismos de gestión del riesgo y control interno. A tal efecto se contemplan una serie de medidas destinadas a facilitar el ejercicio de la denominada supervisión adicional, esto es, de la supervisión en base de conglomerado financiero, que se añade a la supervisión en base individual o consolidada.

Entre estas medidas destacan las referidas a la cooperación entre las distintas autoridades implicadas en la supervisión de un mismo conglomerado financiero, tanto a escala nacional como internacional. La Ley establece obligaciones de consulta y cooperación entre ellas y prevé la creación de un coordinador de la actividad supervisora del conglomerado.

Para ser eficaz y evitar el riesgo de arbitraje de regulación, la coordinación entre supervisores requiere una mayor convergencia de métodos y competencias entre las distintas autoridades. De ahí que, tras la armonización de la regulación y una vez establecidas las bases para la cooperación y el intercambio de información, el esfuerzo de los reguladores europeos se dirija hacia la homogenización de las funciones supervisoras.

La CNMV está estudiando, en coordinación con otros supervisores nacionales y del ámbito europeo, las posibles vías de actuación para abordar con eficacia la supervisión de los conglomerados financieros y, en general, el cumplimiento de las obligaciones derivadas del sistema de responsabilidad compartida que caracteriza a la regulación europea.

¹ Ley 5/2005, de 22 de abril, de supervisión de los conglomerados financieros. La Ley expone los requisitos que señalan la existencia de un conglomerado.

amplía el ámbito de la supervisión en base consolidada para tratar de manera adecuada el fenómeno de los conglomerados financieros.

Su aplicación comporta necesariamente un cambio en el enfoque de la supervisión para tener en cuenta la creciente complejidad de las entidades y los grupos financieros, acentuada en muchos casos por su dimensión internacional. El recuadro adjunto ofrece un resumen de las nuevas normas, de sus implicaciones respecto a las prácticas de supervisión y de los pasos dados por la CNMV para asegurar su adecuada aplicación.

En 2005 entró en vigor la nueva orden ministerial que regula el tratamiento de los saldos acreedores, de carácter instrumental y transitorio, que los clientes de las socie-

dades y agencias de valores mantienen en éstas² (véase el recuadro adjunto). Como medida preventiva, la CNMV comunicó a todas las entidades afectadas por la nueva normativa su intención de prestar una especial atención al estricto cumplimiento de la misma.

Modificación del régimen de inversión de los saldos acreedores de clientes en las sociedades y agencias de valores

Los clientes de las sociedades y agencias de valores mantienen con estas entidades saldos monetarios de carácter instrumental y transitorio destinados a la cobertura de sus operaciones con valores. El adecuado tratamiento de estos saldos resulta crucial para asegurar una adecuada protección de los inversores.

El 18 de marzo de 2005, el Ministerio de Economía y Hacienda aprobó una orden ministerial que introduce modificaciones respecto a la inversión de estos saldos por parte de las entidades. Las principales novedades de la nueva norma se detallan a continuación:

Se modifican los activos computables para la materialización de los saldos instrumentales y transitorios de clientes. Hasta ahora, los activos aptos para dicha materialización eran los definidos en la Circular 6/1990 de la CNMV a efectos del coeficiente de liquidez de las sociedades y agencias de valores. Con la nueva orden ministerial, estas categorías de activos quedan limitadas a las siguientes:

- Depósitos a la vista en entidades de crédito sometidas a supervisión prudencial y domiciliadas en estados pertenecientes a la Unión Europea o en estados miembros de la OCDE.
- Adquisiciones temporales de activos, con un plazo de vencimiento residual menor o igual a dos días, que tengan una ponderación nula a efectos del riesgo de crédito de acuerdo con lo previsto en el artículo 51 del Real Decreto 1343/1992.

Como refuerzo de los requisitos de separación y conciliación contable ya previstos en la Circular 1/1998 de la CNMV, se exige una separación absoluta entre las cuentas en depositarios que recojan saldos propios de la entidad y las que recojan saldos de sus clientes, no pudiéndose registrar posiciones de la entidad y de sus clientes en la misma cuenta.

2. Orden Ministerial de 18 de marzo de 2005, sobre el régimen de la inversión de los saldos de las cuentas acreedoras de carácter instrumental y transitorio que las sociedades y agencias de valores mantengan con sus clientes.

A tal fin, la denominación de estas cuentas en la entidad depositaria deberá hacer mención expresa a su condición de “saldos de clientes de <entidad>”. En estos casos, la sociedad o agencia de valores declarará que actúa como representante de terceros.

La Orden Ministerial también prevé la adopción por la CNMV, de forma excepcional y ante situaciones concretas, de medidas cautelares consistentes en una mayor restricción o condicionamiento de la inversión de los saldos acreedores de los clientes para una sociedad o agencia de valores que presente una situación de riesgo relativa a su solvencia, resultados, viabilidad, liquidez, o deficiencia organizativa.

11.1.2 Normas de conducta y conflictos de interés

La verificación del cumplimiento de las normas de conducta recibió una atención destacada dentro de las actuaciones de supervisión realizadas en 2005. Las actuaciones contemplaron tanto el cumplimiento de las obligaciones formales de las empresas (llevar a cabo el registro de operaciones y del archivo de justificante de órdenes, formalización de relaciones con la clientela, información suministrada a los clientes, publicidad y aplicación de las tarifas) como las relativas a la prevención de los conflictos de interés. En muchos casos, las actuaciones supervisoras tuvieron su origen en las reclamaciones y las consultas de los inversores.

Una parte sustancial de las actuaciones se centró en el tratamiento de las órdenes (recepción, transmisión y ejecución) y en la posterior asignación de las operaciones, aspectos en los que se podría producir una indebida discriminación entre clientes y donde se podría detectar, si los hubiese, indicios de blanqueo de dinero.

Se constató en este campo la existencia de debilidades significativas en los procedimientos y controles de las entidades e, incluso, en algunas de ellas, la inexistencia de tales procedimientos. Entre las incidencias detectadas, cabe destacar el abuso en la utilización de la denominada “cuenta diaria” de Meff, en la que el intermediario integra todas las transacciones del día por cuenta de clientes en este mercado para proceder, posteriormente, a la asignación de los resultados entre ellos. Esta práctica no es transparente y puede dar lugar a arbitrariedades o encubrir actividades de blanqueo de dinero. En algunos casos, la CNMV no pudo obtener aclaraciones suficientes por parte de las entidades, por lo que, entre otras medidas, remitió las correspondientes comunicaciones al SEPBLAC³ por indicio de operativa sospechosa.

Los controles relativos a los conflictos de interés revelaron la existencia de numerosas incidencias derivadas de la ausencia de una adecuada separación entre las distintas áreas de actividad de las sociedades y agencias de valores y de prácticas no adecuadas en la comercialización de productos por los que las sociedades y agencias de valores perciben importantes comisiones.

3. Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Dinero e Infracciones Monetarias.

Así, respecto a las estructuras organizativas y separación de áreas de actividad de las sociedades y agencias de valores, se examinó en qué medida las personas con responsabilidades y funciones en áreas especialmente sensibles (unidad de control, área de gestión de la cuenta propia, áreas de intermediación y gestión de las cuentas de terceros) y en áreas de análisis y operaciones corporativas actuaban efectivamente de forma independiente. Este análisis se realizó teniendo en cuenta que muchas sociedades y agencias de valores se encuentran integradas en grupos financieros multidisciplinares, ya que es habitual que las distintas entidades del grupo compartan recursos. Las revisiones pusieron de manifiesto que, en ocasiones, el reducido tamaño de las entidades dificulta que todas las funciones se realicen de forma independiente. No obstante, debe señalarse que las entidades y sus grupos se están dotando de procedimientos de control para garantizar que el ejercicio de cada una de las funciones se realiza con garantías de trato equitativo para todos los clientes.

En cuanto a los conflictos de interés en la comercialización de productos, se constataron deficiencias en un significativo número de entidades. En particular, se detectó que algunas entidades no comunicaban a sus clientes sus vinculaciones o acuerdos comerciales con las entidades emisoras o gestoras de los productos financieros que distribuían.

11.1.3 Control interno: riesgo operativo, planes de contingencia y continuidad en la prestación de los servicios

Como consecuencia del corte de suministro eléctrico que tuvo lugar en Madrid el 18 de noviembre de 2004 y que incidió en los procesos de negociación, compensación y liquidación que desarrollaban algunas entidades, la CNMV realizó una verificación exhaustiva de los planes de contingencia y continuidad de los servicios que las entidades deben tener previstos para resolver contingencias inesperadas y salvaguardar sus sistemas informáticos. Esta verificación supuso un refuerzo de los controles que la CNMV lleva a cabo regularmente mediante el análisis de los informes de los auditores y del órgano de control interno de las entidades⁴.

11.1.4 Adopción de medidas cautelares

Dentro de las actuaciones del pasado ejercicio, cabe reseñar la comprobación del cumplimiento de las medidas cautelares de suspensión de actividad acordadas contra dos sociedades y agencias de valores (una agencia de valores y una sociedad gestora de cartera⁵) pertenecientes a un mismo grupo, en el transcurso de la tramitación de un expediente disciplinario. Las medidas cautelares tuvieron su origen en las salvedades contenidas en los informes de auditoría de las cuentas anuales de 2004 de las entidades que formaban parte del grupo y en la existencia de antecedentes en la supervisión de estas entidades. Durante la vigencia de las medidas, la Dirección de Supervisión de la CNMV comprobó la efectividad de la suspensión, investigó el

4. Las obligaciones de los auditores y del órgano de control interno de las entidades en esta materia están recogidos en los artículos 14.1.f) y 16.1.c) del RD 867/2001 sobre el régimen jurídico de las sociedades y agencias de valores y en la Norma 7ª de la Circular 1/98, sobre sistemas internos de control, seguimiento y evaluación continuada de riesgos, respectivamente.

5. DL Corporation, A.V. e Investment Corporation CJ, S.G.C., respectivamente.

origen de las salvedades y evaluó su incidencia en la situación patrimonial del grupo y de sus entidades. Dichas entidades cesaron su actividad en 2005.

11.1.5 Agilización de trámites ante la CNMV

Con la finalidad de facilitar a las sociedades y agencias de valores el conocimiento de los requisitos incluidos en la normativa y agilizar su tramitación, la CNMV aprobó en 2005 un bloque de impresos normalizados sobre los trámites en materia de autorización y posteriores modificaciones. Estos documentos están a disposición de los interesados en la página web de la CNMV (www.cnmv.es⁶).

Los modelos normalizados cubren los aspectos relevantes de los procesos de tramitación: información sobre el consejo de administración, estructura accionarial y de grupo, medios materiales y humanos, procedimientos internos de control, normas de conducta, relaciones con la clientela, etc. Por su importancia, cabe destacar los apartados relativos a la honorabilidad de los consejeros y directores generales o asimilados, idoneidad de los accionistas y vínculos y conflictos de interés de todos ellos con la entidad objeto de autorización.

En cada uno de los apartados se indican los documentos que, como mínimo, debe contener la solicitud, así como las normas que resultan de aplicación, a las que se puede acceder por medio de hipervínculos.

11.2 Supervisión de las normas de conducta en la prestación de servicios de inversión por parte de las entidades de crédito

La CNMV creó en 2005 una nueva unidad para la supervisión de las entidades de crédito en relación con el cumplimiento de las normas de conducta en los mercados de valores. La primera actuación de esta unidad fue la puesta en marcha de un plan para la supervisión de la comercialización de valores e instrumentos financieros entre el público minorista. Sin embargo, el objetivo a medio plazo de la unidad es la implantación de un sistema de supervisión sistemático de la prestación de servicios de inversión por las entidades de crédito.

11.2.1 Comercialización de productos financieros por entidades de crédito

Los cambios sociales y económicos más recientes, coincidentes con una importante evolución y desarrollo de los mercados, han propiciado un creciente interés por productos financieros de mayor complejidad.

Este fenómeno es positivo, puesto que aumenta las alternativas disponibles por los agentes económicos para satisfacer sus necesidades financieras. Sin embargo, productos complejos y de riesgo elevado pueden resultar inadecuados para muchos inversores, lo que obliga a prestar una minuciosa atención a su comercialización en el ámbito minorista.

6. Apartado "Legislación, jurisprudencia y otras normas/Modelos normalizados".

La CNMV revisa continuamente las prácticas comerciales de las entidades financieras. En particular, la CNMV ha fomentado que las propias entidades adopten medidas internas de control que aseguren el respeto de las normas de conducta. La mayor parte de las iniciativas en esta materia se han dirigido a las entidades de crédito, que desempeñan en España un papel central en la comercialización minorista de los productos financieros.

La creación de la nueva unidad de supervisión dirigida a las entidades de crédito permitirá que la acción supervisora de la CNMV en el ámbito de la comercialización minorista de productos financieros sea más sistemática y completa. La nueva unidad inició en 2005 una revisión en profundidad de las prácticas comercializadoras de las entidades de crédito, que abarca, entre otros aspectos relevantes, la información contractual y periódica a entregar a los clientes, los procedimientos de clasificación de éstos por perfiles de riesgo, la clasificación de los productos y su distribución con base en los perfiles de riesgo y la formación del personal en las redes comerciales.

En el escaso tiempo transcurrido desde el inicio de la citada revisión, la CNMV ha constatado que las entidades ya habían puesto en marcha procesos de mejora en áreas relevantes para la comercialización de productos financieros: desarrollo de políticas y procedimientos, sistemas informáticos para perfilar a clientes y productos, planes de formación para las redes comerciales, establecimiento de controles internos sobre la actividad de distribución, publicidad, etc. A pesar de ello, todavía queda mucho por hacer para alcanzar estándares plenamente satisfactorios desde el punto de vista de la protección del inversor.

En particular, las entidades deben hacer un esfuerzo para adaptarse a los requisitos sobre normas de conducta incluidos en la Directiva de Mercados e Instrumentos Financieros, de próxima transposición. Precisamente, para facilitar la adaptación del sector a este nuevo marco, la CNMV desarrolló el pasado año una importante actividad divulgativa sobre la citada directiva, entre la que cabe destacar las presentaciones realizadas en las sedes de las cuatro Bolsas españolas y de la CECA, así como la participación en charlas, conferencias y mesas redondas en distintos foros sectoriales.

11.2.2 Conflictos de interés en la comercialización de valores emitidos por la propia entidad

La CNMV prestó una particular atención a los posibles conflictos de interés en la comercialización de valores emitidos por las propias entidades de crédito, sobre todo en instrumentos de características tan especiales como las participaciones preferentes o la deuda subordinada.

La experiencia de la CNMV permite constatar que la emisión de valores por entidades financieras que, a su vez, actúan como comercializadores de los mismos entre su clientela minorista puede dar lugar a conflictos de interés, particularmente en la fijación de las condiciones de remuneración de valores como las participaciones preferentes o la deuda subordinada.

El pasado ejercicio, con la finalidad de evitar que se produjesen esas prácticas y que resultasen afectados negativamente los inversores, la CNMV difundió entre todas las entidades su criterio sobre cautelas y pautas de comportamiento que considera adecuadas en estos casos y les informó, asimismo, de su intención de reforzar las tareas de supervisión y sanción en este ámbito.

Los criterios y pautas transmitidos se sintetizan como sigue:

- Las entidades han de contar con procedimientos internos que garanticen que las condiciones financieras de la emisión se adecuan a las condiciones de mercado.
- La estructura organizativa de la entidad debe garantizar la debida separación e independencia entre las personas o áreas de actividad que puedan generar conflictos de interés en las siguientes etapas del proceso: fijación de las condiciones de la emisión, preparación del folleto, emisión de recomendaciones y comercialización a los clientes minoristas.
- Las pautas de actuación anteriores deben formar parte de los procedimientos de control interno aprobados por el consejo de administración de la entidad o por el órgano responsable de este cometido y, en consecuencia, su cumplimiento ha de ser objeto de revisión por el órgano responsable del control interno.

11.3 Supervisión de las instituciones de inversión colectiva

La supervisión de las instituciones de inversión colectiva se centra en los requisitos prudenciales, el tratamiento de los conflictos de interés, los medios humanos y técnicos disponibles, los sistemas de control interno y la información al inversor. Además, en el caso de las IIC mobiliarias se examina la actuación de las entidades depositarias, que desempeñan funciones de vital importancia para la protección de los inversores y la estabilidad del sector. En el ámbito de las IIC inmobiliarias, donde las inversiones tienen, por su naturaleza, una menor liquidez, los controles prestan una especial atención a los criterios de valoración utilizados.

Las actuaciones de supervisión realizadas dieron lugar a la remisión de diversos tipos de requerimientos (véase cuadro 11.3), la mayoría de los cuales se refirieron a solicitudes de información. El hecho de que los controles a distancia den lugar a un mayor número de actuaciones se debe a que cada uno de estos se refiere normalmente a única incidencia o asunto, mientras que los originados en la supervisión *in situ* suelen reflejar todas las incidencias detectadas en la inspección a la entidad.

11.3.1 Supervisión de requisitos prudenciales de las IIC y sus gestoras

Uno de los objetivos básicos de las labores de supervisión en el ámbito de las IIC es la verificación del cumplimiento de los coeficientes legales, alguno de los cuales fue modificado en el nuevo Reglamento de IIC⁷. En este apartado, al igual que en años

7. RD 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, y se adapta el régimen tributario de las instituciones de inversión colectiva.

Tipo de requerimiento	Actuaciones		Total
	A distancia	In situ	
Por información fuera de plazo	290	—	290
Solicitud de información	566	102	668
Medidas correctoras o recomendaciones	270	72	342
Otras comunicaciones	8	25	33
Total	1.134	199	1.333

Fuente: CNMV.

anteriores, se prestó 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).

También se revisó el cumplimiento del coeficiente de liquidez (a través del cual se garantiza la disponibilidad de saldos líquidos suficientes para atender los reembolsos de forma que no sea necesario efectuar desinversiones no justificadas por criterios de gestión), así como el cumplimiento de los coeficientes de diversificación y de los límites legales previstos a la operativa con productos derivados.

Al mismo tiempo, a la vista de las comunicaciones de incidencias recibidas de las entidades depositarias, se realizó un seguimiento del cumplimiento de las obligaciones de supervisión y vigilancia de las sociedades gestoras de IIC atribuidas por la normativa a los depositarios.

La verificación de la aptitud legal de los activos de inversión constituye siempre un punto de atención importante en la supervisión de las IIC. En 2005, los análisis periódicos realizados sobre la aptitud legal de los activos centraron, especialmente, en la inversión en productos estructurados, con el fin de detectar subyacentes no aptos, y también en el cumplimiento de los requisitos establecidos para la inversión en otras instituciones de inversión colectiva.

En este sentido, hay que señalar que el nuevo Reglamento de IIC reconoce nuevos activos elegibles para la inversión por parte de las IIC, entre los que se encuentran los depósitos en entidades de crédito y los instrumentos financieros derivados cuyos subyacentes sean riesgo de crédito, volatilidad u otros autorizados por la CNMV.

Asimismo, el nuevo Reglamento ha precisado los requisitos para la inversión en IIC no autorizadas conforme a la Directiva 85/611/CEE⁸ y ha introducido una serie de nuevos activos que, en conjunto, no podrán superar el 10% del patrimonio. Dentro de este último grupo se incluyen activos que hasta ahora no podían formar parte de la cartera de las instituciones o que aunque pudiesen hacerlo, estaban sujetos a ma-

8. Directiva 85/611/CEE del Consejo, de 20 de diciembre de 1985, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM). Modificada por la Directiva 2004/39/CE.

yores restricciones, como las entidades de capital riesgo, los fondos de fondos y los fondos de inversión libre.

La CNMV realiza también controles sobre los requisitos prudenciales que deben cumplir las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva. Los análisis realizados se centraron en la situación económica-financiera de estas entidades, con el fin de anticipar posibles problemas de solvencia en este tipo de entidades y solicitar, en caso de su detección, planes para retornar al cumplimiento de los requisitos legales. Como se indicó en el capítulo 6, la evolución de los resultados de estas entidades durante 2005 resultó claramente positiva, lo que redundó en un reforzamiento de la tradicional solidez del sector en materia de solvencia.

Novedades del Reglamento de IIC: RD 1309/05

La reforma de la normativa de IIC pretende dos objetivos básicos: flexibilizar el régimen operativo de las IIC y reforzar la protección del inversor. Con esos propósitos, el Reglamento (RIIC) introduce varias novedades, entre las que destacan:

1. Flexibilización del régimen operativo
 - Nuevas fórmulas jurídicas. Las novedades hacen referencia a la regulación de las IIC por compartimentos, así como a las clases de participaciones o acciones. Cada compartimento se comportará “de facto” de manera muy similar a una IIC independiente. Por su parte, las clases de acciones o participaciones podrán ser utilizadas como vía de racionalización en la oferta de IIC (fundamentalmente de FI), al permitir diferenciar los costes repercutidos en función del canal de comercialización, perfil inversor, u otras circunstancias.
 - Nuevos productos: IIC de inversión libre (*hedge funds*), IIC de inversión libre, fondos de inversión cotizados, fondos índices y fondos que tomen como referencia un índice. La regulación de las dos categorías citadas en primer lugar ha generado gran expectativa en el sector y su desarrollo práctico se encuentra pendiente desarrollos normativos cuya publicación tendrá lugar en los primeros meses de 2006.
 - Nuevos activos aptos: depósitos en entidades de crédito, instrumentos del mercado monetario no cotizados, instrumentos financieros derivados cuyos subyacentes sean riesgo de crédito, volatilidad u otros autorizados por la CNMV. Además, se permite la inversión máxima del 10% en activos que no cumplan los requisitos generales: entidades de capital riesgo españolas, fondos de fondos y hedge fund en general, condicionada a la inclusión de información en el folleto de la IIC.

- Liquidez a los inversores. Se amplía la posibilidad de establecer una frecuencia inferior a la diaria (hasta quincenal) para las operaciones de suscripción y reembolso en todos los fondos de inversión y se introducen distintos mecanismos para dotar de liquidez a las acciones de las SICAV.
- Ampliación del ámbito de actuación de las SGIIC. Entre los nuevos servicios que pueden ofrecer destaca el de gestión discrecional de carteras y comercialización de IIC. También se contempla la utilización de cuentas globales para la comercialización en el extranjero de sus IIC.

2. Protección del inversor

- Transparencia. Se establece la obligación de puesta a disposición de la información por medios telemáticos y se mejoran los contenidos obligados en la información pública: definición clara de la política de inversión, detalle de gastos imputables, ratio de costes totales soportados, información sobre rotación de la cartera, ejercicio del derecho de voto, etc.
- Comisiones y gastos imputables a los FI. Se establece que, además de las comisiones señaladas en los folletos, sólo podrán repercutirse a los fondos los gastos expresamente contemplados en dicho folleto, por servicios efectivamente prestados, imprescindibles para su actividad y que no correspondan a servicios inherentes a las funciones de gestora o depositario.
- Controles internos y normas de conducta. Destaca la exigencia de procedimientos que eviten conflictos de interés en la compra de activos, ampliación del catálogo de operaciones con partes vinculadas, medidas para evitar prácticas de arbitraje con el valor liquidativo (*market timing*), y el refuerzo del control de la liquidez de los valores en los que se invierte.
- Requisitos de gestoras y depositarios. Para las SGIIC, se regula el régimen de delegación de funciones y se modifican sus recursos propios exigibles. Asimismo se establecen medidas tendentes a reforzar la actividad supervisora desarrollada por los depositarios.

El período previsto para la adaptación de las IIC existentes a los preceptos del RIIC es un año. Hay que señalar que la plena aplicación del RIIC requiere en algunos casos desarrollos normativos previos. Además, cabe recordar que las normas de rango inferior permanecen en vigor en lo que no se opongan a lo dispuesto en el RIIC.

11.3.2 Conflictos de interés

La industria española de inversión colectiva se caracteriza por la existencia de fuertes vinculaciones de grupo. La mayoría de las gestoras cuentan con una entidad depositaria que está integrada en el mismo grupo financiero, cuya matriz presta en muchos casos un servicio integral en los mercados de valores: intermediación, aseguramiento y colocación, asesoramiento de operaciones corporativas, etc. Todo ello obliga a la CNMV a prestar una especial atención a los conflictos de interés que pueden surgir de estas relaciones.

Debe señalarse que el nuevo Reglamento de IIC ha introducido mayores requisitos en esta materia, como la exigencia de que haya procedimientos de asignación y desglose previos a la ejecución de las operaciones, el establecimiento de medidas para evitar prácticas de *market timing* (eliminando la posibilidad de aplicar el valor liquidativo del día anterior a las suscripciones y reembolsos) y la ampliación del concepto de operación vinculada a cualquier negocio, transacción o prestación de servicio por cualquier entidad del grupo de la gestora o depositario.

En 2005, las principales actuaciones de la CNMV en relación con la prevención de los conflictos de interés en el ámbito de las operaciones vinculadas fueron las siguientes:

- Análisis sobre retrocesión de comisiones a entidades del grupo por inversiones en IIC extranjeras. Durante el pasado año se analizó, de forma general, la percepción por intermediarios del grupo de comisiones retrocedidas asociadas a inversiones de las IIC. El análisis tenía como objetivo identificar situaciones en las que se canalizase a las IIC gestionadas inversiones en otras IIC a través de intermediarios del mismo grupo financiero, y fuesen estos intermediarios del grupo los que percibiesen la retrocesión de comisiones.

Como complemento a este estudio, la CNMV analizó las inversiones de las IIC en fondos y SICAV extranjeras estructuradas en compartimentos, que ofrecen la posibilidad de adquirir distintas clases de acciones o series de participaciones. La CNMV analizó especialmente la adquisición de clases/series caras, verificando si, por los importes invertidos, se podría haber accedido a las clases/series “institucionales”, cuya comisión de gestión es generalmente menor. En definitiva se trató de verificar el cumplimiento, para estas inversiones, del artículo 46.2 de la Ley de IIC que obliga a las sociedades gestoras a actuar en beneficio de los partícipes o accionistas de las instituciones gestionadas.

En general, puede afirmarse que las prácticas contrarias al interés de los inversores en este ámbito no son generalizadas, sino que corresponden a situaciones aisladas, sobre las que la CNMV está actuando con el máximo rigor.

- Análisis sobre comisiones de intermediación en renta variable nacional. El objetivo de este estudio fue la identificación de IIC que soportan comisiones de intermediación en renta variable nacional por encima de los precios de mercado y, en su caso, la posible discriminación en las comisiones repercutidas a las IIC del grupo, frente a otros clientes institucionales, por parte de los intermediarios.

La mejora en la información disponible por la CNMV sobre los precios de este servicio (como resultado de una modificación en los estados reservados de las sociedades y agencias de valores), permitió calibrar de manera más precisa las eventuales situaciones de perjuicio para los inversores.

- Aplicaciones entre IIC de la misma gestora. La regulación actual exige que las IIC efectúen sus transacciones sobre bienes, derechos, valores o instrumentos a precios y en condiciones de mercado, salvo que dichas operaciones se realicen en condiciones más favorables para la institución. En este sentido, y dado el carácter de operación vinculada, la gestora deberá definir un procedimiento interno formal para cerciorarse de que las aplicaciones se realizan en interés exclusivo de la IIC y a precios o en condiciones iguales o mejores a las de mercado. La revisión efectuada comprobó el cumplimiento de lo anterior a través del examen de operaciones concretas realizadas con valores de determinados emisores.
- Análisis de comisiones y gastos repercutidos a los FI. Se han analizado los gastos de explotación soportados por los fondos de inversión durante el año, con el objetivo de verificar su correcta imputación al fondo. En particular, se analizó su necesidad real para el normal funcionamiento de la institución, así como la inclusión en el reglamento del fondo.
- Análisis de la imputación de resultados de operaciones OTC⁹ a fondos garantizados al final del período de comercialización inicial. La normativa de IIC prevé, bajo determinadas condiciones, la posibilidad de que, durante el periodo de comercialización, los fondos garantizados no valoren las operaciones con instrumentos financieros derivados. Dado que el patrimonio captado en ese periodo puede diferir del inicialmente previsto, puede suscitarse la necesidad de deshacer posiciones a precios distintos a los pactados previamente. Cabe, por tanto, la posibilidad que se generen pérdidas que, sin embargo, no pueden ser imputadas a la IIC por haber sido originadas por una contratación de posiciones en derivados superior a la necesaria para la obtención del objetivo de rentabilidad.

En este contexto, la CNMV realizó una revisión de los fondos garantizados de renta variable, con el objetivo de detectar IIC que hubiesen imputado los resultados negativos al fondo. Además, se incrementó la información requerida sobre este particular a las entidades promotoras en el momento del lanzamiento de los nuevos fondos garantizados o en la renovación de sus garantías.

11.3.3 Gobierno corporativo, medios, procedimientos y control interno

Una parte sustancial de las actuaciones de supervisión de la CNMV en 2005 atendió a la verificación de los medios disponibles por las sociedades gestoras y sus procedimientos internos de control. Asimismo, fue objeto de una especial revisión el gobierno corporativo de las gestoras y, en su caso, el encaje de la estructura organizativa dentro del grupo financiero de pertenencia.

9. Operaciones *over the counter*, esto es, realizadas en mercados no organizados.

- Gobierno corporativo de las SGIIC. El objeto fundamental de estas revisiones fue, por una parte, garantizar la segregación entre las funciones de gestión, administración y control de riesgos en el seno de las propias gestoras y, por otra parte, prevenir los conflictos de interés que se pudieran derivar de la realización de operaciones vinculadas entre las IIC gestionadas y otras sociedades de su grupo.

La estructura organizativa del grupo debe asegurar que las decisiones que se tomen en cada una de las áreas de actividad que las sociedades de un mismo grupo tengan en los mercados de valores¹⁰, se adopten de manera autónoma. Asimismo, se han de cumplir los requisitos exigidos para la realización de operaciones vinculadas; en relación con este punto, en las revisiones *in situ* se analizó especialmente si el órgano encargado del seguimiento de las operaciones vinculadas gozaba de la suficiente independencia para cumplir con su función.

Asimismo, cuando el depositario de las IIC pertenecía al mismo grupo que la gestora se comprobó la existencia de medidas efectivas de separación entre ambas entidades.

- Control interno de las gestoras. De acuerdo con los requisitos que han de reunir las sociedades gestoras para obtener y conservar la autorización¹¹, se comprobó si las SGIIC contaban con una buena organización administrativa y contable, así como con medios humanos y técnicos adecuados en relación a su objeto. Se comprobó, asimismo, la existencia de procedimientos y mecanismos de control interno adecuados para una administración correcta y prudente de la sociedad, incluyendo procedimientos de gestión de riesgos, mecanismos de control y de seguridad en el ámbito informático y órganos y procedimientos para la prevención del blanqueo de capitales.
- Procedimientos de asignación y desglose de operaciones. Se continuó con las revisiones iniciadas en 2004 de los procedimientos de asignación y desglose de operaciones de compraventa de valores para las carteras de las IIC, cuyo objetivo es prevenir conflictos de interés y, en su caso, sancionar su resolución inadecuada.

Como circunstancia especial de la labor supervisora desarrollada en 2005, se puede señalar la realización de supervisiones *in situ* limitadas a comprobar los procedimientos internos establecidos por las SGIIC para garantizar la inexistencia de arbitrariedad en la asignación de posiciones entre las IIC gestionadas cuando las órdenes son globales o no identifican a las IIC a las que finalmente se asigna la operación.

- Análisis sistemático de rentabilidades. La CNMV analiza de forma periódica la rentabilidad de las IIC, lo que le permite detectar determinadas deficiencias en los controles internos establecidos por las entidades gestoras, así como errores puntuales en la valoración de la institución o incorrecta imputación de gastos. En esos casos se ha enviado el oportuno requerimiento solicitando su subsanación. No obstante, la inexistencia de una regulación específica sobre las pautas de ac-

10. Áreas separadas de actividad, a las que se refiere el artículo 83 de la Ley del Mercado de Valores.

11. Artículo 43 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

tuación en estos supuestos de errores, dificulta la homogenización de los procesos de subsanación.

- Valoración de activos: renta fija, operaciones bilaterales, preferentes e IIC subyacentes. En este ámbito se realizó un análisis del cumplimiento de la normativa sobre procedimientos de valoración alternativa para activos de renta fija cuando su cotización no se puede considerar representativa de la situación de mercado. Para ello se analizaron los sistemas establecidos por las sociedades gestoras, prestando especial atención a los procedimientos de valoración de participaciones preferentes.

Por otro lado, se realizaron análisis específicos sobre las inversiones de las IIC en valores emitidos por compañías o entidades cuyas calificaciones crediticias se vieron rebajadas en 2005. En estas revisiones, la atención se centró en la valoración de los activos, en las operaciones de compraventa y en el eventual incumplimiento de lo previsto en el folleto de la institución.

11.3.4 Información a inversores

Como es habitual, la CNMV prestó una atención especial al cumplimiento de las obligaciones de las gestoras en materia de información a los inversores, especialmente respecto al folleto y a la información trimestral. Además, dado que la nueva ley de IIC de 2003 obliga a las gestoras a mantener una página web y a difundir a través de la misma la documentación pública relativa a sus productos (folleto completo, folleto simplificado e informes anual, semestral y trimestral), se llevaron a cabo controles para verificar el cumplimiento de esta nueva obligación. El resultado de la revisión fue satisfactorio, ya que se comprobó que todas las entidades analizadas cumplían adecuadamente dicha obligación.

También cabe reseñar la atención prestada a la revisión de los informes remitidos por los auditores. La regulación prevé el envío a la CNMV de los informes de auditoría y de las cuentas anuales. Dicha información se completa con las recomendaciones efectuadas por los auditores y el informe sobre el grado de cumplimiento de la memoria de control interno. Todos estos documentos resultan de gran utilidad para el desarrollo de las funciones de supervisión de la CNMV.

11.3.5 Supervisión de los depositarios de IIC

Como en años precedentes, la CNMV supervisó la actividad desarrollada por los depositarios de IIC, tanto en el ámbito de la liquidación y custodia de valores, como en lo relativo a la función de supervisión y control de la gestión llevada a cabo por las SGIIC que tienen encomendada.

Dado que los depositarios de IIC son entidades de crédito o sociedades y agencias de valores que suelen prestar, además, otros muchos servicios, en las revisiones in situ se puso especial hincapié en verificar la existencia en el seno de la entidad de un departamento específico dedicado al cumplimiento de las funciones que la normativa les atribuye, así como la existencia de procedimientos internos adecuados, junto con los medios técnicos y humanos convenientes.

Durante el ejercicio 2005 aumentó el número de incidencias comunicadas a la CNMV por estas entidades. Por ello, y con vistas a mejorar la calidad y eficiencia de los trabajos de supervisión a distancia sobre depositarios de IIC, se puso en marcha un nuevo enfoque de supervisión principalmente orientado al análisis de aspectos cualitativos, como las estructuras organizativas, la adecuación de medios técnicos y humanos y los procedimientos aplicados por las entidades para el cumplimiento de sus funciones.

Como complemento de las actuaciones de supervisión, cabe reseñar la realización de actividades divulgativas para facilitar una mejor adaptación de los depositarios a los cambios normativos en curso. Así, en colaboración con diversas asociaciones, se organizaron jornadas dirigidas a entidades financieras que realizan funciones de depositarios de IIC para exponer los cambios relevantes en la regulación del sector y resaltar la importancia de las funciones de control y supervisión atribuidas a estas entidades.

11.3.6 Supervisión de las IIC inmobiliarias

Las peculiaridades de las IIC que invierten en inmuebles, al tener que garantizar el reembolso de sus participaciones invirtiendo un porcentaje significativo de su patrimonio en activos ilíquidos y de compleja valoración, hace necesario dedicar a estas entidades un especial esfuerzo de supervisión.

En 2005, la supervisión de estas IIC se centró especialmente en el cumplimiento de las obligaciones relativas a la valoración de inmuebles. Asimismo, se efectuó un minucioso seguimiento de los recientes problemas ocurridos en Alemania, donde determinados fondos de inversión inmobiliaria se vieron obligados a suspender los reembolsos solicitados en un contexto de crisis del sector inmobiliario. En este sentido, debe señalarse que la normativa reguladora de las IIC inmobiliarias en España ofrece garantías adecuadas para la protección al inversor en materia de valoración de las inversiones, régimen de suscripciones y reembolsos y gestión de la liquidez de los fondos.

11.3.7 Novedades en materia de autorización de IIC

La ley de instituciones de inversión colectiva aprobada en 2003 supuso, desde su entrada en vigor, una considerable agilización en el proceso de autorización de estos vehículos de inversión, que ahora se realiza con procedimientos más simples y plazos más reducidos. El reglamento de la nueva ley, aprobado el pasado ejercicio, ha introducido nuevas mejoras en este apartado, que se resumen en el recuadro adjunto.

Dentro de las novedades en materia de autorización y registro de IIC, cabe señalar también que la CNMV, ante la creciente complejidad de los productos de inversión colectiva, en particular de los fondos garantizados, adoptó un conjunto de medidas encaminadas a mejorar la transparencia de las instituciones con sus inversores. Dichas medidas van desde la exigencia de una adecuada denominación de los fondos, hasta la publicación en la web de la CNMV de los datos económicos relevantes para su comparación. Para facilitar su difusión, la CNMV comunicó las medidas citadas a la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva a principios de 2006. Este

esfuerzo de transparencia culminará con la aprobación de un nuevo folleto informativo simplificado.

Mejoras en el proceso de autorización de IIC introducidas por la nueva regulación

La agilidad de los trámites -simplificación de los procedimientos y plazos reducidos en la respuesta administrativa-, repercute de manera positiva en la competitividad de este sector de la industria financiera española y permite que la oferta de los productos de inversión colectiva se adapte con mayor rapidez a las necesidades de los inversores.

Así lo entendió el legislador, que introdujo mejoras significativas en esta materia en la nueva Ley de IIC (LIIC) aprobada en 2003. El reglamento de esta ley (RIIC), aprobado el pasado ejercicio, profundiza en la misma línea e introduce novedades significativas.

En el ámbito de los fondos de inversión, la LIIC establece que la constitución de un fondo de inversión, una vez obtenida la preceptiva autorización, puede formalizarse en un contrato entre la sociedad gestora y el depositario, lo que supone que el otorgamiento de escritura pública adquiere carácter potestativo. Esta práctica se hace extensiva, lógicamente, a otros trámites administrativos como, por ejemplo, los relativos a la fusión entre dos o más fondos o a las modificaciones de los reglamentos de gestión.

Una importante novedad contemplada en el nuevo RIIC es la autorización e inscripción de fondos de inversión por la CNMV en un único acto. En la práctica, ello supone una reducción del plazo necesario para el lanzamiento de un nuevo fondo, permitiendo que las entidades puedan estimar con mayor precisión la fecha a partir de la cual pueden ofrecer el nuevo producto.

En cuanto a las SICAV, cabe destacar que la LIIC suprime la obligación de que sus acciones estén admitidas a negociación en bolsa. Concretamente, la norma ofrece tres alternativas para dotar de liquidez a la SICAV: solicitar la admisión a negociación en bolsa de valores de sus acciones, solicitar la incorporación de sus acciones a un mercado o sistema organizado de negociación de valores o establecer un mecanismo para la adquisición y venta de las acciones análogo al utilizado por los fondos de inversión para la tramitación de suscripciones y reembolsos.

En este sentido, cabe destacar que en el mes de diciembre de 2005 fue autorizada la primera SICAV cuyas acciones no cotizan en ninguna bolsa de valores ni mercado o sistema organizado de negociación. También cabe recordar la autorización del Mercado Alternativo Bursátil, un sistema nego-

ciación promovido por BME y destinado inicialmente a las SICAV (véase el capítulo 2).

Otra novedad importante en el ámbito de las SICAV afecta al régimen de comunicación de las participaciones significativas. El RIIC equipara el régimen de comunicación de participaciones significativas de las sociedades de inversión al de los fondos y desde enero de 2006 la remisión de esta información se está realizando de forma telemática y con una periodicidad trimestral. La primera comunicación fue la correspondiente a la situación de participaciones significativas a 31 de diciembre de 2005.

Finalmente, debe reseñarse que el nuevo RIIC contempla la creación de compartimentos, para las sociedades, y clases de participaciones, para los fondos de inversión, mediante la actualización del folleto informativo y la autorización previa de la CNMV. En el caso de las SICAV, la creación de los compartimentos no requiere modificar los estatutos sociales, siempre que así esté previsto en los mismos, lo que representa una importante simplificación.

11.4 Supervisión de entidades de capital-riesgo

Dadas las características de este tipo de entidades y el perfil de sus inversores, la supervisión que se efectúa sobre las mismas se limita a la revisión de sus cuentas anuales y al análisis de los coeficientes legales a través de los estados reservados. Esta última labor supervisora, se ve dificultada por la ausencia de desarrollos normativos de rango inferior que regulen la forma de computar dichos coeficientes.

En la revisión realizada en 2005 de las auditorías y cuentas anuales de las sociedades y fondos de capital riesgo, se puso de manifiesto la existencia de un importante número de entidades que presentaban una opinión con salvedad por limitación al alcance motivada por no disponer de las cuentas anuales auditadas de las entidades que forman parte de su cartera. Cuando dichas inversiones suponían más de un 25% del patrimonio del fondo o la sociedad de capital riesgo, la CNMV requirió información a la entidad de capital riesgo con el fin de conocer si tras someter a auditoría las cuentas de la entidad participada se confirmaba la valoración aportada inicialmente.

Adicionalmente, la CNMV realizó análisis tendentes a detectar incumplimientos de los coeficientes de inversión y diversificación de riesgos, no habiéndose detectado incidencias significativas.

11.5 Supervisión de las sociedades gestoras de fondos de titulización

Al igual que en el ejercicio anterior, la supervisión en el ámbito de las sociedades gestoras de fondos de titulización tuvo como objeto principal el análisis de los medios con que cuentan estas entidades para realizar un control adecuado de su actividad,

la revisión de los estados financieros de los fondos de titulización y el cumplimiento de las condiciones generales pactadas en el momento de su constitución.

Las inspecciones practicadas permitieron detectar ciertas necesidades de mejoras en la automatización de determinadas tareas administrativas y de gestión, en la estandarización de determinados procedimientos y la adecuación, en general, de los sistemas de control interno.

Esos aspectos a mejorar cobran mayor relevancia por el fuerte crecimiento del sector en los últimos años, apreciable en el volumen titulado, el número y la tipología de los fondos, la diversidad de los activos titulizados, y el número y la diversidad de cedentes¹². A ello hay que unir el hecho de que recientemente estas entidades han registrado un importante aumento de sus plantillas, lo que exige la revisión de la adecuación de su formación a la actividad específica que realizan.

Por todo ello, la CNMV mantuvo reuniones durante el pasado año con todas las entidades del sector de titulización en España a fin de que adoptasen las medidas adecuadas para mitigar los riesgos operativos derivados de las debilidades manifestadas.

11.6 Colaboración en la prevención del blanqueo de capitales

Desde que se firmó en junio 2003 el Convenio de Colaboración entre la CNMV y el Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias (SEPBLAC), la CNMV supervisa, tanto en las IIC como en las sociedades y agencias de valores, el cumplimiento de las obligaciones en materia de prevención de blanqueo de capitales.

Durante el pasado ejercicio, la CNMV mantuvo diversas reuniones con el SEPBLAC para intercambiar experiencias en la supervisión de los procedimientos de prevención de blanqueo de capitales y coordinar y clarificar las dudas y problemas surgidos en el periodo de aplicación de los programas de trabajo contenidos en el convenio de colaboración.

Asimismo, se remitieron diversas comunicaciones al SEPBLAC motivadas por la detección de operaciones sospechosas: También se le dio traslado de las conclusiones de las inspecciones llevadas a cabo en aplicación del programa de trabajo contenido en el convenio de colaboración suscrito con la CNMV. De cara a la revisión de dicho convenio, parece aconsejable una revisión del programa de trabajo, para tener en consideración el reducido tamaño relativo de las entidades del sector de sociedades y agencias de valores y los medios con que cuentan.

Por último, cabe destacar la participación de la CNMV en el grupo creado por la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias para la elaboración de un catálogo de operaciones de riesgo para entidades que operan en los mercados de valores.

12. Véase el capítulo 3.

12 Atención al inversor

La CNMV tiene establecido un servicio de atención a los inversores, a través del cual éstos pueden efectuar consultas y presentar quejas, reclamaciones o denuncias. La disponibilidad de este servicio no sólo es útil para los inversores, sino que redundará en beneficio de la función supervisora, ya que constituye una fuente de información sobre prácticas que pueden suponer un mal funcionamiento de las entidades que prestan servicios de inversión e incluso irregularidades que requieran una actuación de la Comisión.

La atención al inversor que ofrece la CNMV tiene, además, otras vertientes, como es la publicación de advertencias sobre entidades no registradas, o el desarrollo de actividades formativas e informativas. El objetivo de toda esta actuación difusora es mejorar la capacidad de los inversores para poder evaluar por ellos mismos las ofertas que les llegan de diversas entidades y por distintos medios. La web de la Comisión (www.cnmv.es) juega un papel esencial en la realización de estas actividades, en paralelo con la difusión de publicaciones impresas, la organización o participación en actos públicos y la intervención en los medios de comunicación.

Asimismo, la CNMV dedica un esfuerzo creciente al seguimiento de la publicidad en la comercialización de productos y servicios financieros, así como de las prácticas de comercialización de los intermediarios, por tratarse, en ambos casos, de actividades particularmente sensibles para la protección de los inversores.

12.1 La atención al cliente en las entidades financieras

Las entidades financieras que presten servicios relativos a los mercados de valores deben contar con un departamento de atención al cliente separado del resto de servicios comerciales u operativos de la entidad y autónomo en el ejercicio de sus decisiones. Además, pueden nombrar un defensor del cliente para resolver determinados tipos de reclamaciones¹. Los clientes de las entidades financieras deben acudir a estos servicios antes de presentar una reclamación ante la CNMV.

1. La regulación básica de ambos servicios arranca del capítulo V de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero. Dicho capítulo fue desarrollado posteriormente por el Real Decreto 303/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el reglamento de los comisionados para la defensa del cliente de servicios financieros y, de manera más específica, por la Orden ECO/734/2004, de 11 de marzo, sobre los departamentos y servicios de atención al cliente y el defensor del cliente de las entidades financieras.

El estatus jurídico del defensor del cliente respecto a la entidad a la que presta su servicio es diferente al del departamento de atención al cliente ya que, además de su carácter potestativo, el defensor es una figura independiente de la estructura orgánica de la entidad o grupo y sus resoluciones son vinculantes para la entidad, sin menoscabo del derecho a la plena tutela judicial de las partes. Además, un mismo titular puede actuar como defensor del cliente para distintas entidades.

Transcurridos casi dos años desde la implantación de la norma de desarrollo en esta materia², la práctica totalidad de entidades de crédito, empresas de servicios de inversión y sociedades gestoras de IIC cuentan a día de hoy con servicios de atención al cliente a través de los cuales estos pueden formular consultas, quejas y reclamaciones.

En cuanto al defensor del cliente, la implantación voluntaria de esta fórmula es significativa, aunque todavía minoritaria, entre las entidades de crédito y claramente escasa entre el resto de las entidades. Así, cuentan con defensor del cliente el 32,5% de los bancos y cajas de ahorros, y la práctica totalidad de las sociedades cooperativas de crédito que comparten, en su mayoría, este servicio a través de la Asociación Nacional de Cooperativas de Crédito. El porcentaje se reduce al 25% entre las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva, al 18% entre las sociedades y agencias de valores y al 12% entre las sociedades gestoras de cartera.

El mayor peso del defensor del cliente entre las entidades de crédito se debe a que un número significativo de estas entidades, especialmente las de mayor tamaño y cuota de mercado, ya disponían de esta figura con anterioridad a la entrada en vigor de la normativa de referencia.

Entre las entidades que cuentan simultáneamente con servicio de atención al cliente y defensor del cliente, el reglamento para la defensa del cliente³ suele considerar al defensor como una segunda instancia. Así, en estas entidades, en caso de considerarlo oportuno, los clientes pueden trasladar sus reclamaciones al defensor tras haberlas formulado previamente ante el servicio de atención al cliente.

También debe destacarse que algunas entidades que cuentan con ambos servicios restringen el ámbito de actividad del defensor del cliente a quejas o reclamaciones de una cuantía determinada. Una de ellas incluso prevé el acceso al defensor del cliente en las áreas de actividad de seguros, pensiones y banca, pero no para incidencias relacionadas con los mercados de valores.

2. Orden ECO/734/2004.

3. La Orden ECO/734/2004 indica que las entidades deben dotarse de un reglamento para la defensa del cliente en el que se concreten aspectos esenciales para garantizar calidad e independencia en la atención a los clientes. Este reglamento debe ser verificado previamente por la CNMV en el caso de las ESI y las SGIIC y por el Banco de España para las entidades de crédito. El Informe Anual de la CNMV correspondiente a 2004 contiene, en el apartado 1 del capítulo 12, un breve resumen sobre el contenido de la regulación citada y de los reglamentos para la defensa del cliente.

12.2 Quejas, reclamaciones y denuncias ante la CNMV

12.2.1 Quejas y reclamaciones

En el año 2005 el Servicio de Reclamaciones de la CNMV, anteriormente dependiente de Secretaría General, se integró en la Oficina de Atención al Inversor.

Se inició también la publicación del Informe Trimestral de Consultas y Reclamaciones, que recoge las cuestiones más frecuentes o de mayor interés presentadas por los inversores ante la CNMV, así como los criterios utilizados en su tramitación. Con la divulgación de este informe se persigue que, tanto los inversores como las entidades, en particular sus servicios de atención al cliente y defensores del cliente, sean conscientes de los criterios de la CNMV respecto a una adecuada aplicación de las normas en el ámbito de la protección del inversor.

Modificaciones en la tramitación de reclamaciones

Durante el pasado ejercicio, la CNMV introdujo dos cambios significativos en su servicio de atención de reclamaciones.

En primer lugar, se pasó a distinguir de forma explícita entre quejas y reclamaciones propiamente dichas. La principal diferencia radica en el hecho de que las primeras no dan lugar a una solicitud de alegaciones dirigidas a la entidad a la que se refieren. Además la respuesta de la CNMV tiene siempre, en este caso, un contenido meramente informativo. Por el contrario, la tramitación de las reclamaciones exige la citada solicitud y la resolución puede tener diversos contenidos.

Una segunda modificación se refiere a las condiciones de admisión a trámite de las reclamaciones dirigidas contra las entidades financieras que prestan servicios en los mercados de valores. Como ya se indicó en el apartado 12.1, para que la CNMV admita a trámite estas reclamaciones, la nueva normativa⁴ requiere su previa presentación ante el correspondiente servicio de atención al cliente de la entidad o, en su caso, ante el defensor del cliente.

Para adaptar su actuación a la nueva normativa, la CNMV elaboró un procedimiento interno sobre tramitación y resolución de reclamaciones, en el que se especifican los requisitos para su admisión a trámite. Cabe destacar, en particular, la exigencia de una declaración en la que el solicitante debe hacer constar que las cuestiones suscitadas en su escrito de reclamación no han sido objeto de litigio o impugnación ante los tribunales de justicia, ni se encuentran pendientes de resolución por parte de un órgano administrativo.

Datos relevantes del ejercicio

En conjunto, durante 2005 se presentaron ante la CNMV 1.048 escritos de reclamación o queja, lo que supone un aumento del 36% respecto al año anterior. Los expe-

4. Orden ECO/734/2004. Su entrada en vigor se produjo el 24 de julio de 2004.

dientes con origen en Cataluña, un total de 73, se tramitaron a través de la Delegación de la CNMV en Barcelona.

El grueso de los escritos dirigidos a la CNMV se dirigió contra las entidades financieras, especialmente bancos y cajas de ahorro (véase cuadro 12.1), en consonancia con su extensa participación en la comercialización de productos financieros en el sector minorista. En su mayoría, los escritos dirigidos contra estas entidades eran reclamaciones. Las quejas supusieron el 24% de los expedientes y todas se referían a actuaciones de sociedades emisoras en el contexto de ofertas públicas de adquisición de valores, sobre las que los inversores mostraron su disconformidad con la contra-prestación ofrecida y otros aspectos de las mismas. Destacaron las quejas sobre las operaciones de Terra Networks, Global Steel Wire y Amadeus.

Entidades contra las que se dirigen las quejas y reclamaciones

CUADRO 12.1

	Nº de expedientes		%	
	2004	2005	2004	2005
Sociedades rectoras y organismos supervisores	2	0	0,3	0,0
Entidades financieras	712	774	92,2	73,9
Bancos y cajas de ahorro	620	724	80,3	69,1
Sociedades y agencias de valores	75	32	9,7	3,1
SGC, SGIIC y sociedades de inversión	17	18	2,2	1,7
Entidades no registradas	28	4	3,6	0,4
Emisores de valores	21	260	2,7	24,8
Otros	9	10	1,2	1,0
Total quejas y reclamaciones	772	1.048	100,0	100,0
Pro memoria:				
Quejas	205	256	26,6	24,4
Reclamaciones	567	792	73,4	75,6

Fuente: CNMV.

En cuanto a la resolución de reclamaciones propiamente dichas (véase el cuadro 12.2), la exigencia de presentación previa ante el servicio de atención al cliente o el defensor del cliente de las entidades financieras dio lugar a la no admisión a trámite de un considerable número de ellas. El citado requisito también explica también el significativo descenso en el número de reclamaciones resueltas por avenimiento entre las partes, dado que los servicios de atención al cliente o, en su caso, el defensor del cliente de la entidad ya habían tenido oportunidad de pronunciarse sobre la cuestión.

Resultado de las reclamaciones

CUADRO 12.2

La regulación y supervisión
de los mercados de valores
Atención al inversor

	Nº de expedientes		%	
	2004	2005	2004	2005
Reclamaciones con pronunciamiento o resolución	501	519	88,4	65,5
Avenimiento	118	80	20,8	10,1
Informe favorable al reclamante	80	160	14,1	20,2
Informe desfavorable al reclamante	296	271	52,2	34,2
Desistimiento	7	8	1,2	1,0
Reclamaciones que no precisan pronunciamiento	52	157	9,2	19,8
Fuera de las competencias de la CNMV	42	43	7,4	5,4
No admitidas	10	114	1,8	14,4
Otros	14	116	2,5	14,6
Total reclamaciones	567	792	100,0	100,0

Fuente: CNMV.

Quejas y reclamaciones particularmente significativas

Tramitación y ejecución de órdenes de valores

Los retrasos en la ejecución de órdenes, el hecho de que éstas no sean debidamente atendidas a juicio del cliente o se ejecuten en términos inadecuados, constituyen las principales causas de reclamación de este apartado. Algunos de los motivos alegados son la supuesta tramitación de órdenes sin consentimiento o en condiciones distintas a las solicitadas, demoras en los cambios de titularidad por herencia, discrepancias con la compensación de deudas, y problemas técnicos de la entidad o limitaciones operativas que impiden tramitar órdenes por el medio deseado.

Comisiones y gastos por la prestación de servicios de inversión

Numerosos usuarios de servicios de inversión se quejan de las comisiones y gastos que les cobran las entidades. Muchos de ellos desconocen que las entidades tienen libertad a la hora de fijar sus tarifas máximas, con la única obligación de comunicarlas al organismo supervisor, darles publicidad y hacer entrega de una copia del folleto de tarifas junto con los documentos contractuales.

Cualquier modificación de las tarifas de comisiones y gastos repercutibles que puedan ser de aplicación a la relación contractual debe ser informada por las entidades a sus clientes. Esta comunicación debe realizarse por escrito aunque se puede incorporar a cualquier información periódica que deba suministrárseles. Los clientes disponen de un plazo de dos meses desde la recepción de la citada información para modificar o cancelar la relación contractual, sin que hasta que transcurra dicho plazo les puedan aplicar las tarifas modificadas aunque sí las anteriores vigentes, salvo que implicasen claramente un beneficio para el cliente en que pueden ser inmediatamente modificadas.

Ni la norma ni los contratos de administración y depósito señalan procedimientos para garantizar la remisión de notificaciones. La imposibilidad de probar la falta de comunicación perjudica al inversor, que carece de pruebas para hacer valer sus derechos.

Algunos inversores se muestran disconformes con el contenido de la liquidación practicada. Las normas de conducta imponen a las entidades la obligación de facilitar información clara y que haga posible el cálculo del coste neto efectivo de la operación.

Información y documentación suministrada en fondos de inversión

Las cuestiones más reclamadas se refieren al asesoramiento e información recibidos en el momento de la compra de fondos de inversión o con posterioridad a la misma, cuando se cambian las características del producto contratado.

Al comprar fondos de inversión, los inversores deben recibir gratuitamente el folleto simplificado y el último informe semestral y, si lo solicitan, el folleto completo y los últimos informes anual y trimestral publicados. Las condiciones y características básicas de los fondos de inversión se encuentran en el folleto informativo. Esta información prevalece sobre cualquier otra facilitada por la entidad. Los inversores deben tomar sus decisiones de inversión guiados por la citada documentación. A menudo se reclama porque se descubren a posteriori determinadas condiciones que habían pasado desapercibidas inicialmente, por ejemplo la existencia de comisiones de reembolso o una política de inversiones concreta.

Las entidades están obligadas a suministrar a sus clientes toda la información que pueda ser relevante para la toma de decisiones de inversión y a obtener de sus clientes información sobre su situación financiera, experiencia inversora y objetivos, cuando sea trascendente para los servicios que vayan a proveer. No obstante, la normativa del mercado de valores no excluye la posibilidad de ofrecer un mismo producto a inversores con diferentes perfiles de riesgo, informando adecuadamente de sus características.

Las sociedades gestoras pueden acordar fusiones o introducir cambios significativos en las características de los fondos. En el caso de los fondos garantizados, las modificaciones se hacen coincidir con la fecha prevista para el vencimiento de la garantía. La gestora debe comunicar a los partícipes las modificaciones previstas, antes de la entrada en vigor de las nuevas condiciones, fijando un plazo mínimo de un mes en el que pueden reembolsar las participaciones sin comisiones ni gastos, en caso de que los hubiera. Para acogerse a este derecho de separación gratuita los partícipes deben cursar una orden de reembolso porque el no hacerlo implica su aceptación de las nuevas condiciones.

Traspasos entre fondos de inversión

Los partícipes se muestran disconformes con las comisiones en los traspasos entre fondos de inversión. Algunas veces porque confunden el beneficioso tratamiento fis-

cal que rige actualmente para los traspasos⁵ con la facultad de las sociedades gestoras de cobrar las comisiones previstas en el folleto informativo de la institución. En otras ocasiones, la discrepancia se produce por la tardanza a la hora de ejecutar el traspaso de los fondos garantizados cuando vence la garantía, lo que impide al partícipe beneficiarse del período de exención de comisiones en el traspaso previsto por la normativa.

La demora en los traspasos por fallos imputables a las entidades hace que se incumplan los plazos y que, entre otras consecuencias, se aplique un valor liquidativo distinto al que hubiera correspondido de no haberse producido incidentes. Los partícipes reivindican su derecho a estar informado con la debida diligencia de todos los asuntos concernientes a sus operaciones y exigen un resarcimiento si el resultado le ha perjudicado.

La Ley 35/2003, de instituciones de inversión colectiva, dispone que para iniciar el traspaso el partícipe o accionista debe dirigirse a la sociedad de destino, siendo ésta quien comunicará a la sociedad de origen, en el plazo máximo de un día hábil desde que obre en su poder, la solicitud de traspaso debidamente cumplimentada. La sociedad de origen dispone de un máximo de dos días hábiles desde la recepción de la solicitud para realizar las comprobaciones que estime necesarias. El traspaso debe realizarse a partir del tercer día hábil desde la recepción de la solicitud, en los plazos reglamentariamente establecidos para el pago de los reembolsos o para la enajenación de acciones.

Incidencias en materia de herencias

Aunque cuantitativamente no son tan importantes como las anteriores, desde un punto de vista cualitativo estas reclamaciones requieren una mención específica. Su origen es variado. A modo de ejemplo se indican tres cuestiones frecuentes:

- Retrasos a la hora de efectuar cambios en la titularidad de los valores por testamentaría. Los cambios de titularidad de los valores por testamentaría se producen una vez acreditado el derecho hereditario, el pago del derecho de sucesiones y justificado el derecho de adjudicación de los bienes concretos a cada uno de los herederos.
- Comisiones por cambio de la titularidad de valores en favor de herederos. Las reclamaciones se producen tanto por discrepancia con el importe de las comisiones como por desconocimiento de su existencia.
- Dificultades a la hora de ejercer el derecho de separación gratuita por los herederos de un fondo de inversión. Tras el fallecimiento del partícipe de un fondo de inversión, puede ocurrir que los herederos no hayan finalizado los trámites necesarios para el cambio de titularidad, de forma que nadie (ni el fallecido ni los herederos por falta de legitimación) puede ordenar el reembolso gratuito durante el mes previsto para ello. Más tarde, cuando finalmente se termina con el proceso

5. Los traspasos de fondos de inversión de una sociedad gestora de IIC a otra no generan una obligación de tributar por las plusvalías acumuladas hasta ese momento.

relativo a la herencia, los herederos se encuentran con que son partícipes de un fondo que no les interesa, debiendo en ocasiones pagar una comisión si desean vender.

12.2.2 Denuncias

Con fecha 10 de junio de 2005, el Presidente de la CNMV, en uso de las facultades que le confiere el apartado 4 del artículo 12 del Reglamento de Régimen Interior de la CNMV, de 10 de julio de 2003, dictó una “Instrucción Provisional sobre la Tramitación y Resolución de Denuncias en el ámbito de la CNMV”. Dicha instrucción tiene por objeto delimitar el concepto de denuncia en consonancia con nuestro ordenamiento jurídico, diferenciándolo claramente de otros escritos como reclamaciones, consultas o meras informaciones que recibe el organismo supervisor.

También se determinó el órgano encargado de su tramitación, en este caso la Dirección del Servicio Contencioso y del Régimen Sancionador, por cuanto la denuncia no deja de ser uno de los impulsos para la incoación de oficio de un procedimiento sancionador que reconoce el reglamento de procedimiento para el ejercicio de la potestad sancionadora⁶.

La Instrucción consta de dos normas. La norma primera se refiere al contenido de la denuncia, señalando los requisitos que debe reunir ésta como instrumento a disposición de cualquier sujeto que desee poner de manifiesto irregularidades que, a su juicio, pudieran constituir infracciones tipificadas en la Ley del Mercado de Valores o en la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva. En esta norma también se señala el derecho del denunciante a ser notificado del resultado de su denuncia, sea éste el archivo de las actuaciones o el inicio de un expediente sancionador.

La norma segunda hace referencia a la tramitación de la denuncia. En esta parte se destaca, fundamentalmente, que todas las denuncias recibidas por la CNMV en materias de su competencia deben dar lugar a un procedimiento de investigación y que a su finalización se requerirá un pronunciamiento expreso del órgano competente para iniciar, en su caso, el correspondiente expediente sancionador.

En 2005 se presentaron ante la CNMV 23 denuncias. Como se aprecia en el cuadro 12.3, casi la mitad del total se dirigían contra emisores de valores, siendo destacable el número de las que se referían a asuntos relacionados con el gobierno corporativo. Al cierre del ejercicio, se había completado el trámite de 16 denuncias, ninguna de las cuales dio lugar a la apertura de expediente sancionador.

12.3 Servicio de consultas

La CNMV atendió en 2005 un total de 11.691 consultas, de las cuales 184 se resolvieron en la delegación de la CNMV en Cataluña. El grueso de las consultas se dirigió a asuntos relacionados con el contenido de los registros oficiales, la legislación de los mercados de valores y los servicios que proporciona la CNMV. Los procesos de exclusión y suspensión de negociación de valores, las ofertas públicas de venta de

6. Real Decreto 1398/1993, de 4 de agosto.

valores y el funcionamiento de los mercados suscitaron un número importante de solicitudes de información.

Denuncias presentadas ante la CNMV en 2005

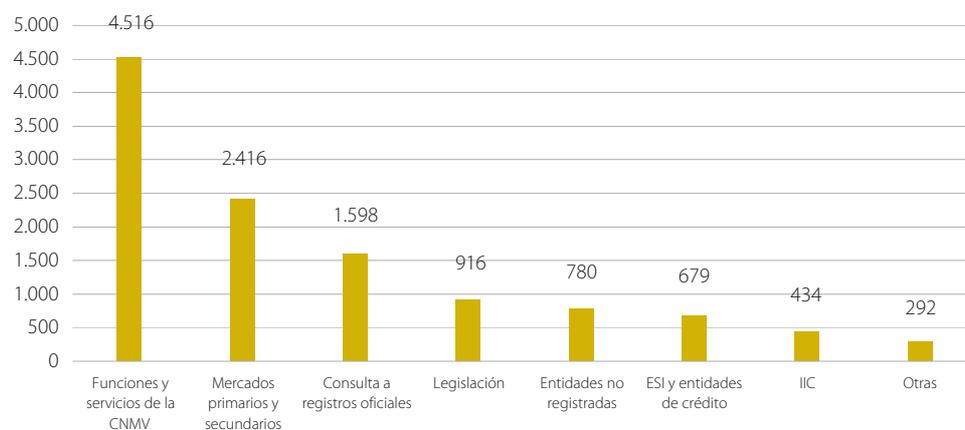
CUADRO 12.3

	Número
Entidades contra las que se denuncia	
Sociedades rectoras	1
Bancos y cajas de ahorro	3
Sociedades y agencias de valores	4
Emisores de valores	12
Otros	3
Contenido	
Cotización de valores	5
Normas de conducta	4
Gobierno corporativo	8
Autocartera no cotizadas	3
Otros	3
Situación a 31/12/2005	
Total	23
En trámite	7
En estudio por la Dirección competente	5
Pendiente de actuaciones complementarias	2
Archivadas	16

Fuente: CNMV.

Información y consultas en 2005: número de consultas por materia

GRÁFICO 12.1



Fuente: CNMV.

12.4 Formación e información al inversor

La CNMV ha asumido un compromiso de dedicación a la mejora de la cultura financiera de los ciudadanos. Aunque la eficacia de las actividades que se realizan en este ámbito es casi imposible de valorar a corto plazo, es incuestionable que el grado de desarrollo de los mercados depende en gran medida de la preparación de los inversores y de su capacidad para aprovechar la información disponible

12.4.1 Publicaciones dirigidas a los inversores

En el último trimestre de 2005, la CNMV inició una nueva línea editorial con el lanzamiento de publicaciones en pequeño formato, bajo la denominación Fichas del Inversor. Estas publicaciones ofrecen una visión práctica de aspectos específicos de los mercados de valores, como las características de los productos, la operativa de los mercados, las relaciones con los intermediarios o las tarifas y costes. Los primeros títulos publicados fueron “Servicios de la CNMV para inversores”, “Traspasos entre fondos de inversión” y “Qué es y cómo actuar ante una OPA”, de los que se distribuyeron 40.000 ejemplares.

La CNMV también publicó una nueva Guía del Inversor, “Los fondos de inversión y la inversión colectiva”, que sustituye a la publicada sobre el mismo tema en 2002. La nueva publicación recoge las últimas novedades legislativas relacionadas con este producto e introduce modificaciones en el formato. Los números publicados hasta la fecha son los siguientes:

- “Que debe saber de..... los fondos de inversión y la inversión colectiva (2005)
- “Que debe saber de..... opciones y futuros” (2004)
- “Que debe saber de..... las órdenes de valores” (2004)
- “Que debe saber de..... los derechos y responsabilidades del accionista” (2002)
- “Que debe saber de..... los productos de renta fija” (2002)
- “Que debe saber de..... los chiringuitos financieros” (2002)
- “Que debe saber de..... las empresas de servicios de inversión” (2002)

Como en ejercicios anteriores, se mantuvo la cooperación con el sector para hacer llegar las Guías a los inversores. Al cierre del ejercicio estaban materializados 217 acuerdos de colaboración de ese tipo, 163 de ellos con entidades del mercado de valores. Asimismo, se promovió la difusión de las Guías a través de distintos medios de comunicación y se exportaron en formato electrónico a diversas webs institucionales y privadas. Desde que se inició esta publicación, hasta finales de 2005, se habían distribuido gratuitamente entre los inversores particulares 305.000 ejemplares. Todas las Guías se encuentran disponibles en inglés en el Rincón del Inversor de la web de la CNMV.

	Nº de acuerdos	Nº de ejemplares	%
Mercados: bolsas y MEFF	5	81.575	26,7
Asociaciones de consumidores	8	12.354	4,0
Entidades del mercado de valores:	163	127.391	41,7
Sociedades de valores	39	41.313	13,5
Agencias de valores	37	19.230	6,3
SGC	17	9.060	3,0
SGIIC	65	52.900	17,3
Sucursales de entidades extranjeras	5	4.888	1,6
Entidades de crédito	16	12.404	4,1
Universidades y otros centros docentes	25	9.027	3,0
Oficina de Atención al Inversor (CNMV)	—	62.831	20,6
Total	217	305.582	100,0

Fuente: CNMV.

12.4.2 Participación en jornadas y actos públicos dirigidos a los inversores

La CNMV también promueve la comunicación directa con los inversores mediante la participación en jornadas y actos de puertas abiertas. Se trata de lograr un mayor acercamiento a los problemas e inquietudes de los ciudadanos, así como de facilitar su acceso a los servicios que les ofrece este organismo.

En 2005 la CNMV participó por vez primera en Bolsalia y Borsadiner, salones de bolsa y mercados financieros celebrados en Madrid y Barcelona, respectivamente. Con más de 15.000 visitantes, la amplia difusión de este tipo de eventos los convierte en una excelente ocasión para mostrar y explicar cómo es la labor de la CNMV.

A lo largo de los tres días de duración de las ferias mencionadas se explicó el trabajo que diariamente desarrolla este organismo en aras de la información y capacitación financiera de los inversores: respuesta de consultas, análisis de sugerencias, tramitación de reclamaciones, charlas divulgativas, acceso a la información disponible en los registros públicos y en la web de la CNMV, publicaciones específicamente dirigidas a los inversores no profesionales, etc. Asimismo, se distribuyeron más de 6.500 ejemplares del tríptico divulgativo en el que se detallan los servicios de la Oficina de Atención al Inversor.

El 40% de las cuestiones planteadas por los visitantes se refirieron a las actividades de la propia CNMV. El resto de las consultas versaron sobre distintos aspectos de los mercados de valores: incidencias con intermediarios (23,3%), operativa e información (10,3%), mercados y sociedades (18,4%) e instituciones de inversión colectiva (6,5%).

Cabe reseñar la participación de la CNMV en la jornada “Nuevas tendencias en la protección del inversor”, que se celebró en Valencia con el patrocinio de la Generalidad Valenciana, a través del Instituto Valenciano de Finanzas. La jornada contó con la presencia de destacados representantes de asociaciones de consumidores nacionales y de otros países europeos, que junto a representantes de la CNMV, el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) y el Instituto Valenciano de Finanzas debatieron sobre la efectividad de las políticas de protección a los inversores minoristas, el papel de las asociaciones de consumidores y los enfoques actuales para la formación del pequeño inversor.

12.4.3 Otras actividades divulgativas

A lo largo de 2005 la CNMV continuó impartiendo charlas y conferencias dirigidas al público en general en diversos lugares de la geografía española para promover el conocimiento del inversor de aspectos relevantes relacionados con los mercados de valores. Se impartieron 39 conferencias en colaboración con colectivos de distinta naturaleza: asociaciones de consumidores, colegios profesionales, universidades públicas y privadas, entidades financieras, fundaciones y bolsas de valores. Cabe destacar, también, las actividades de formación y divulgación realizadas durante 2005 a través de los medios de comunicación, tanto de ámbito nacional como local.

Con el fin de aumentar la efectividad y el alcance de sus acciones divulgativas, la CNMV ha asumido la iniciativa de crear una red estable de contactos con entidades públicas y privadas. Así, durante 2005 se inició una ronda de contactos con las asociaciones de consumidores que forman el Consejo de Consumidores y Usuarios y con las Oficinas Municipales de Información al Consumidor (OMIC), con el objetivo de establecer acuerdos de colaboración para la elaboración y distribución de publicaciones y la organización de acciones formativas. A lo largo del próximo ejercicio se proyecta ampliar estos contactos a otros colectivos.

Debe destacarse, asimismo, que el Rincón del Inversor de la página web de la CNMV continúa siendo una de las herramientas fundamentales de comunicación con los ciudadanos interesados en los mercados de valores. En 2005 se reestructuró la sección “Información” para resaltar los servicios que ofrece la Oficina de Atención al Inversor y el modo de acceder a los mismos. Entre los cambios producidos destaca un acceso directo a los informes trimestrales de consultas y reclamaciones.

12.5 Calidad de la información y prácticas de comercialización

La CNMV pone un especial énfasis en la vigilancia de que la información que reciben los inversores sea completa y veraz.

En este desempeño, durante 2005, al igual que en años anteriores, la CNMV remitió comunicaciones a los emisores y entidades financieras, recordándoles la necesidad de cumplir determinadas obligaciones de información al público en los procesos de colocación (OPV, obligaciones subordinadas especiales, participaciones preferentes...). En particular, se hizo hincapié en la puesta a disposición del folleto informativo y su resumen, y en la observancia de determinadas normas de conducta.

Por otra parte, la CNMV realiza un seguimiento continuo de la publicidad de los productos y servicios de inversión ya que, si bien los folletos constituyen la documentación oficial de referencia para los inversores, no puede negarse la influencia que tiene la publicidad a la hora de adoptar decisiones de inversión por parte de los inversores particulares.

El deber de protección del inversor que la Ley del Mercado de Valores asigna a la CNMV explica que la CNMV vigile que la publicidad que hagan las entidades sobre su oferta de servicios de inversión o productos financieros no sea engañosa; es decir no presente al producto o servicio de forma desequilibrada (resaltando las ventajas al tiempo que se minimizan u ocultan los riesgos, condiciones o matices) y no sea susceptible de generar expectativas poco realistas en los destinatarios del mensaje.

Con el fin de lograr que las campañas publicitarias respeten esos principios, la CNMV ofrece a las entidades la posibilidad de realizar un análisis previo de la publicidad. En este sentido, se debe señalar que muchas entidades envían sus materiales promocionales de forma previa al lanzamiento de la campaña para su revisión por la CNMV, que comprueba que respetan unos estándares de claridad, veracidad y equilibrio en sus mensajes. Por otra parte, la CNMV podría llegar a adoptar otro tipo de iniciativas previstas en la normativa para restringir la difusión de aquellas campañas que, a su juicio, pudieran inducir a error a los destinatarios sobre las características esenciales o los riesgos del producto o servicio.

El cuadro 12.5 detalla las actuaciones realizadas durante 2005. Cabe destacar que casi el 50% de los análisis previos de campañas de instituciones de inversión colectiva corresponden a fondos garantizados, debido a la amplia oferta por parte de las entidades financieras de este producto.

Actuaciones de la CNMV en materia de publicidad realizadas en 2005

CUADRO 12.5

	Análisis previo	Control posterior	Total
IIC	172	9	181
IIC extranjeras	8	5	13
Emisiones y OPV	28	1	29
Servicios financieros	10	2	12
Total	218	17	235

Fuente: CNMV.

El claro predominio de los análisis previos indica la creciente difusión y aceptación de este sistema por parte del sector. Por otra parte, el control de las campañas después del lanzamiento encuentra como principal obstáculo el ámbito restringido de difusión de determinadas acciones promocionales (alcance territorial limitado, soportes destinados en exclusiva a los clientes u otras circunstancias que impiden un conocimiento generalizado de los mensajes publicitarios).

12.6 Fondo General de Garantía de Inversiones

La Gestora del Fondo General de Garantía de Inversiones, S.A. (en adelante, FOGAIN) continuó recibiendo y tramitando en 2005 solicitudes de indemnización de clientes de las cinco entidades cubiertas hasta ahora por el FOGAIN, todas ellas en virtud del efecto retroactivo de cobertura, que determinó la disposición final cuarta del Real Decreto 948/2001, de 3 de agosto, sobre sistemas de indemnización de los inversores⁷.

Al cierre del pasado ejercicio, el importe de las indemnizaciones acumuladas satisfechas (repartidas de acuerdo con los criterios fijados por la Resolución del Secretario de Estado de Economía de fecha 1 de agosto de 2002) ascendía a 63.099.931,41 euros, con un total de 8.465 clientes indemnizados y 9.525 reclamaciones tramitadas.

En la misma fecha, el FOGAIN tenía 122 entidades adheridas, de las cuales 45 eran sociedades de valores, 57 agencias de valores, 18 sociedades gestoras de carteras y 2 sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva. Estas últimas se adhirieron al FOGAIN al amparo de lo establecido por el nuevo reglamento de la Ley de IIC, que permite a estas entidades la gestión discrecional de carteras individuales.

Durante el ejercicio, tras contrastarse los datos facilitados por las entidades con los obrantes en poder de la CNMV, todas las entidades adheridas realizaron las aportaciones que les correspondían conforme al Presupuesto anual del FOGAIN sin que se produjesen incidencias al respecto.

En cuanto a las actividades de la Sociedad Gestora, ésta dedicó una atención preferente a recuperar en lo posible los importes de indemnización satisfechos, dada la subrogación legal que el pago de las indemnizaciones produjo en su favor. Asimismo, se dotó de nuevos sistemas informáticos y otros medios necesarios para desarrollar sus funciones de manera eficiente. En noviembre, la Sociedad Gestora presentó ante la CNMV su presupuesto para el ejercicio 2006 que fue aprobado por el Consejo de la CNMV el 30 de diciembre. El importe de los gastos presupuestados asciende a 784.559 euros, un 17% menos que el año anterior.

Para finalizar, cabe señalar que la Sociedad Gestora se postuló el pasado ejercicio como institución representativa de los intereses de las empresas de servicios de inversión. Entre las actividades realizadas con arreglo a ese nuevo papel, destaca la constitución de dos grupos de trabajo: el primero, sobre las normas de actuación en los mercados de valores y, el segundo, en relación al blanqueo de capitales. A partir de los resultados de este segundo grupo de trabajo, la Sociedad Gestora organizó en el mes de diciembre una jornada sobre prevención del blanqueo de capitales en el ámbito de las empresas de inversión.

7. Estas entidades son: AVA Asesores de Valores, A.V. S.A., Gescartera Dinero, A.V., S.A., Broker Balear, A.V., S.A., Bolsa 8, A.V., S.A. y XM Patrimonios, A.V., S.A..

13 Actuaciones disciplinarias

La CNMV puede sancionar directamente las infracciones leves y graves de la normativa del mercado de valores. La sanción de las faltas muy graves corresponde al Ministro de Economía y Hacienda, previo informe preceptivo de la CNMV en el que se incluye la propuesta de sanción. En todos los casos, el proceso de investigación recae sobre la CNMV mediante la incoación del correspondiente expediente sancionador.

En 2005, la actuación investigadora de la CNMV revistió de una especial complejidad y trascendencia debido a la naturaleza y entidad de las infracciones contempladas en algunos de los expedientes. Debe señalarse, en este sentido, la detección de un cierto número de presuntas infracciones por uso indebido de información privilegiada y manipulación de mercado, cuya investigación siempre resulta compleja.

Todas las sanciones impuestas durante el ejercicio fueron de carácter económico y correspondieron a expedientes iniciados, en su mayoría, durante el ejercicio precedente. La infracción más habitual entre las contempladas en estos expedientes fue el incumplimiento de la obligación de comunicar participaciones significativas en sociedades cotizadas.

Un hecho a destacar durante el pasado ejercicio es la regulación, a efectos de su tratamiento interno y resolución, de las denuncias presentadas ante la CNMV por el público sobre posibles infracciones de la normativa vigente. Con esta iniciativa se diferencia el tratamiento operativo de las denuncias propiamente dichas respecto de las reclamaciones, quejas y otros escritos dirigidos a la CNMV, todo ello en aras de una mayor eficacia de las funciones de supervisión y disciplina del mercado.

13.1 Expedientes sancionadores

13.1.1 Estadísticas

El Comité Ejecutivo de la CNMV acordó en 2005 la incoación de 14 nuevos expedientes sancionadores, en los que se contemplaban un total de 24 presuntas infracciones. Por otro lado, la CNMV concluyó durante el ejercicio 21 expedientes que incluían un total de 36 infracciones. De éstos expedientes, 3 habían sido iniciados en 2003 y 18 en 2004 (véase cuadro 13.1)¹.

1. En el anexo III.3 se ofrece una relación de resoluciones adoptadas, con un breve resumen de su contenido.

Expedientes abiertos y concluidos en 2005

CUADRO 13.1

Número de expedientes abiertos	27	14
Número de expedientes concluidos	37	21
De los cuales:		
abiertos en 2004	9	18
abiertos en 2003	27	3
abiertos en 2002	1	—

Fuente: CNMV.

Infracciones contempladas en los expedientes sancionadores

CUADRO 13.2

	2004	2005
1. Infracciones objeto de apertura de expediente	34	24
Muy graves	32	15
Graves	2	9
Leves	—	—
2. Infracciones en expedientes concluidos	58	36
Infracciones muy graves	25	25
expedientes abiertos en 2003	16	4
expedientes abiertos en 2004	9	21
Infracciones graves	23	11
expedientes abiertos en 2002	1	—
expedientes abiertos en 2003	22	5
expedientes abiertos en 2004	—	6
Infracciones leves	10	—
expedientes abiertos en 2003	10	—

Fuente: CNMV.

Sanciones impuestas

CUADRO 13.3

	2004		2005	
	Nº	Importe ¹	Nº	Importe ¹
Multa	58	3.149	53	1.636
Inhabilitación de administradores	1	—	—	—
Amonestación pública	11	—	—	—
Amonestación privada	3	—	—	—

Fuente: CNMV.

1. Miles de euros.

Número de infracciones de cada tipo en los expedientes sancionadores

CUADRO 13.4

	Abiertos		Cerrados	
	2004	2005	2004	2005
Infracciones muy graves	32	15	25	25
No declaración / incorrecta comunicación de participaciones significativas	22	—	9	13
Realización de actividades no permitidas	2	3	2	3
Manipulación de mercado	—	1	—	—
Incumplimiento de coeficientes	—	—	4	—
No comunicación hechos relevantes/información engañosa, inexacta o con omisiones relevantes	—	—	1	—
Incumplimiento normativa general del mercado de valores	3	3	3	5
Incumplimiento normativa general de las IIC	—	—	4	—
Irregularidades contables	1	2	—	—
Emisiones no registradas	—	—	2	—
Información privilegiada	2	6	—	2
Resistencia a la actuación inspectora	2	—	—	2
Infracciones graves	2	9	23	11
Irregularidades contables	—	—	1	3
Realización de actividades no permitidas	—	—	2	1
Incumplimiento de coeficientes	—	—	10	1
Incumplimiento normativa general del mercado de valores	—	4	—	—
Incumplimiento normativa general de las IIC	1	1	4	1
Incumplimiento normas de conducta	1	3	3	5
Manipulación de mercado	—	1	3	—
Infracciones leves	—	—	10	—
Incumplimiento normativa general del mercado de valores	—	—	-	—
Incumplimiento normativa general de las IIC	—	—	8	—
Incumplimiento de coeficientes	—	—	2	—

Fuente: CNMV.

Los expedientes concluidos dieron lugar a la imposición de 53 sanciones, todas ellas consistentes en multas, por un importe total de 1.636.000 euros (véase cuadro 13.3).

Entre las infracciones contempladas en los expedientes tramitados (véase el cuadro 13.4), cabe destacar de manera especial las siguientes:

- En los expedientes incoados, la imputación de 6 presuntas infracciones por uso de información privilegiada y 2 por manipulación de mercado; también cabe señalar 3 imputaciones de especial gravedad por incumplimiento de la normativa general del mercado de valores.

- En los expedientes concluidos, 13 sanciones por incumplimiento de la obligación de comunicar participaciones significativas en sociedades cotizadas, 2 por uso de información privilegiada y 4 por la realización de actividades reservadas sin autorización.

13.1.2 Registro público de sanciones por infracciones graves o muy graves²

El registro público de sanciones incorporó en 2005 las siguientes resoluciones sancionadoras relativas a infracciones graves o muy graves:

- Resolución de 30 de junio de 2005, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se da publicidad a las sanciones por infracción grave impuestas a _____ conforme a lo establecido en el artículo 103 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
- Resolución de 30 de junio de 2005, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se da publicidad a la sanción por infracción muy grave impuesta a _____ conforme a lo establecido en el artículo 102 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
- Resolución de 30 de junio de 2005, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se da publicidad a las sanciones por infracción grave impuestas a _____ conforme a lo establecido en el artículo 103 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
- Resolución de 30 de junio de 2005, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se da publicidad a las sanciones por infracción grave impuestas a _____ conforme a lo establecido en el artículo 103 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

13.1.3 Criterios de interés

Deber de abstención del que dispone de información privilegiada.

En 2005 se incoaron cuatro expedientes sancionadores por presunto incumplimiento del deber de abstención cuando se dispone de información privilegiada y se impusieron sanciones en dos expedientes por el mismo motivo.

El artículo 81.2 de la Ley del Mercado de Valores obliga a quien disponga de información privilegiada a “*abstenerse de ejecutar por cuenta propia o ajena, directa o indirectamente*” determinadas actuaciones, entre ellas la enunciada en la letra a) de este mismo artículo: “*realizar cualquier tipo de operación sobre los valores negociables (...) a los que la información se refiera*”. Como se señala más adelante en el mismo artículo y apartado, esta prohibición se aplica “*a cualquier persona que posea dicha*

2. Artículo 92.j) de la LMV.

información privilegiada cuando dicha persona sepa, o hubiera debido saber, que se trata de esta clase de información”.

El núcleo del deber de abstención descansa en el concepto “*información privilegiada*”, cuya definición legal viene establecida en el artículo 81.1 de la LMV, 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*”.

Las características de concreción y de capacidad de influencia sobre la cotización figuran definidas en el artículo 1 del Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley del Mercado de Valores en materia de abuso de mercado, norma que completa la transposición a nuestro ordenamiento jurídico de las directivas comunitarias sobre esta materia.

Así, por una parte, se considera que una información puede influir de manera apreciable sobre la cotización “*cuando dicha información sea la que podría utilizar un inversor razonable como parte de la base de sus decisiones de inversión*”. Por otra parte, se considera 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 aquellos*”.

Estas dos características, capacidad de influencia y concreción, están íntimamente ligadas. Como se afirma en el Considerando (1) de la Directiva 124/2003/CE³, “*los inversores razonables basan sus decisiones de inversión en la información de la que ya disponen, es decir en la información previa disponible. Por ello, la cuestión de si sería probable que, al tomar una decisión de inversión, un inversor razonable pudiera tener en cuenta una información concreta debe plantearse sobre la base de la información previa disponible. Esta evaluación tiene que tomar en consideración el efecto anticipado de la información teniendo en cuenta la totalidad de la actividad relacionada con el emisor, la fiabilidad de la fuente de información y otras variables del mercado que pudieran afectar al instrumento financiero correspondiente o al instrumento financiero derivado relacionado en esas circunstancias determinadas*”.

Atendiendo a la definición de información privilegiada y de las notas que como tal la califican, para que una información pueda ser considerada de esta naturaleza debe ser lo suficientemente específica como para permitir que un inversor razonable obtenga, en el momento en que se dispone de ella, una conclusión sobre su posible efecto sobre los precios de los valores afectados en caso de hacerse pública. Es decir,

3. Directiva 2003/124/CE de la Comisión de 22 de diciembre de 2003 a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación del mercado.

un inversor razonable debería poder anticipar el valor o utilidad que incorpora la información en cuestión, que no está disponible, en condiciones de igualdad, para la generalidad de los inversores.

Por ello, debe entenderse que el artículo 81.2 de la Ley del Mercado de Valores, al imponer un deber de abstención al que posee información privilegiada, siendo o debiendo haber sido consciente de ello como único elemento subjetivo, establece una presunción legal *iuris tantum* de la existencia de una relación de causalidad entre la información privilegiada poseída y la conducta del sujeto. En definitiva se presume que quien, disponiendo de una información que incorpora un determinado valor, consciente —o debiendo haberlo sido— **de su naturaleza privilegiada, no se abstiene** y realiza una operación acorde con este valor, basa en aquélla su decisión y, por tanto, la utiliza ilícitamente.

Queda, por tanto, a cargo del sujeto que vulnera el deber de abstención la carga de la prueba de desvirtuar esta relación o presunción de utilización.

Manipulación de mercado

En 2005 se incoaron dos expedientes sancionadores por presunta manipulación de mercado.

La citada conducta de manipulación viene definida en el artículo 83 ter de la Ley del Mercado de Valores, y su tipificación como infracción en los artículos 99 i) y 100 w) del mismo texto legal - de naturaleza muy grave o grave, respectivamente - dependiendo de que produzca o no “una alteración significativa de la cotización”, elemento diferenciador entre ambos tipos.

Los antecedentes del citado artículo 83 ter, incorporado por la Ley de Medidas Urgentes de Reforma del Sistema Financiero de 2002⁴, se encuentran en los criterios que, en su momento, dieron lugar a la regulación europea del denominado abuso de mercado mediante la Directiva 2003/06/CE del Parlamento y del Consejo⁵, conocida como Directiva de Abuso de Mercado. De hecho, el artículo adelantó la transposición al ordenamiento español, en sus líneas generales, de la regulación sobre manipulación de mercado contenida en la directiva indicada al tomar como referencia el Acuerdo Político del Consejo del ECOFIN de 7 de mayo de 2002. La Directiva de Abuso de Mercado es una directiva marco o de principios generales y fue posteriormente desarrollada mediante la adopción por la Comisión Europea de los correspondientes instrumentos normativos de ejecución⁶.

4. Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas urgentes de reforma del sistema financiero.

5. Directiva 2003/06/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado).

6. En concreto, Reglamento (CE) N° 2273/2003 de la Comisión de 22 de diciembre de 2003 por el que se aplica la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a las exenciones para los programas de recompra y la estabilización de instrumentos financieros; Directiva 2003/124/CE de la Comisión de 22 de diciembre de 2003 a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación del mercado; Directiva 2003/125/CE de la Comisión de 22 de diciembre de 2003 a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento

La definición básica de manipulación de mercado, recogida en el artículo 1.2 de la Directiva de Abuso de Mercado, coincide en su literalidad con el artículo 83 ter de la LMV.

Por su parte, una de las normas de desarrollo de la Directiva de Abuso de Mercado, la Directiva 2003/124/CE, relaciona en su artículo 4 una serie de señales o indicios a tener en cuenta, a efectos de la eventual consideración de una determinada conducta como práctica de manipulación de mercado. Estos indicios han sido recogidos en el articulado del Real Decreto 1333/2005⁷.

En síntesis, el objetivo que se persigue con esta normativa, es garantizar la integridad y transparencia del mercado, cualidades éstas que resultan dañadas por las prácticas constitutivas de abuso del mercado en general, y por las constitutivas de manipulación de mercado en particular⁸.

Las normas españolas sobre manipulación de mercado permiten apreciar la existencia de ésta siempre que se creen o se puedan crear unas condiciones artificiales de mercado en relación con un valor, que induzcan o puedan inducir a terceros a una información errónea sobre los elementos esenciales de las mismas, como son la oferta, la demanda o el precio, o imponga a dichos terceros unas condiciones no equitativas. Tales condiciones artificiales pueden responder a (i) una manipulación operativa: preparación o ejecución de operaciones, contratos u órdenes sobre valores o instrumentos financieros o ejercicio abusivo de poder de mercado sobre la oferta o la demanda; o (ii) a una manipulación informativa: difusión de informaciones falsas o engañosas sobre estos.

13.2 Servicio contencioso: revisión judicial de resoluciones sancionadoras y otras actuaciones ante los órganos jurisdiccionales

La Dirección del Servicio Contencioso y del Régimen Sancionador representa a la CNMV ante los órganos jurisdiccionales de todo orden. Por su frecuencia y complejidad cabe destacar, especialmente, dos tipos de relaciones con los órganos jurisdiccionales:

- Con la jurisdicción contencioso-administrativa, cumplimentando los trámites previstos por la Ley Reguladora de la Jurisdicción Contencioso-Administrativa y colaborando durante toda la tramitación del procedimiento en la defensa de las resoluciones dictadas por la CNMV que han sido objeto de impugnación.

Europeo y del Consejo sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y la revelación de conflictos de intereses; Directiva 2004/72/CE de la Comisión, de 29 de abril de 2004, a efectos de aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las prácticas de mercado aceptadas, la definición de información privilegiada para los instrumentos derivados sobre materias primas, la elaboración de listas de personas con información privilegiada, la notificación de las operaciones efectuadas por directivos y la notificación de las operaciones sospechosas.

7. Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado.

8. Considerando (2), (12) y (15) de la Directiva 2003/06/CE exposición de motivos de la Ley de Medidas Urgentes de Reforma del Sistema Financiero.

- Con los juzgados y tribunales de toda índole, pero especialmente en el orden penal, prestando el auxilio y cooperación que se demande, principalmente en los procesos relacionados con posibles delitos de estafa o apropiación indebida.

Como se aprecia en el cuadro 13.5, la jurisdicción administrativa, que recae en el Ministerio de Economía y Hacienda, resolvió durante el pasado ejercicio 14 recursos, en su mayoría recursos de alzada contra resoluciones de la CNMV.

Por su parte, los tribunales de justicia dictaron 10 sentencias en relación con recursos contencioso-administrativos interpuestos contra sanciones y otras resoluciones acordadas por la CNMV o, en su caso, el Ministerio de Economía⁹.

Asimismo, durante 2005, la CNMV tramitó 157 solicitudes de colaboración cursadas por distintos tribunales.

Comparencia de la CNMV ante los órganos jurisdiccionales en 2005 CUADRO 13.5

	Interpuestos	Resueltos
Recursos administrativos	10	14
Alzada	5	8
Reposición	5	6
Recursos Contencioso-administrativos	26	10
	Solicitudes tramitadas	
Colaboraciones con tribunales		157

Fuente: CNMV.

13.3 Advertencias sobre entidades no autorizadas

A través de su página web, la CNMV publica advertencias dirigidas a los inversores sobre entidades no registradas que han sido detectadas por ella misma o por otros supervisores. En el año 2005 se difundieron las siguientes advertencias¹⁰:

- De acuerdo con lo dispuesto en el artículo 64.7 de la LMV, una advertencia sobre una entidad no registrada sujeta a expediente sancionador.
- En virtud de lo establecido por el artículo 14 de la LMV, que exige de la Comisión Nacional del Mercado de Valores la difusión de cuanta información sea necesaria para asegurar la protección de los inversores, 13 comunicaciones en las que se alerta sobre 15 entidades no inscritas en los registros de la CNMV.
- Al amparo de la cooperación internacional, 184 comunicaciones procedentes de organismos supervisores de otros países que alerta sobre un total de 410 entidades no registradas.

9. En el anexo III.4 se ofrece la relación completa de las referidas sentencias y un breve resumen de su contenido.

10. En el anexo III.5 se ofrece la relación detallada de las advertencias publicadas.

14 Coordinación y cooperación en regulación y supervisión

14.1 Relaciones de la CNMV con otros supervisores

14.1.1 Coordinación con supervisores nacionales

La creciente complejidad de las entidades financieras, formando conglomerados que agrupan a distintos tipos de instituciones y extendiendo el campo de sus actividades hacia otros sectores financieros señala la necesidad de que exista una coordinación entre los supervisores. En España existe una estructura sectorial de la supervisión financiera, con los sectores de banca, seguros y valores encomendados, respectivamente, a la supervisión del Banco de España, Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones y CNMV.

En 2005 se avanzó en la mejora de la coordinación de las actuaciones supervisoras de los citados tres organismos nacionales con responsabilidades sobre los distintos sectores financieros. Se celebraron de forma periódica reuniones de carácter técnico para intercambiar opiniones y experiencias sobre temas de interés común en las actuaciones de supervisión encomendadas a cada uno de los organismos. También fueron frecuentes los intercambios de información. En este sentido, cabe señalar la comunicación a la Dirección General de Seguros de ciertas incidencias detectadas en la supervisión de determinadas Sociedades Gestoras de IIC, por si los hechos pudieran afectar también a los fondos de pensiones del grupo.

La Dirección de Supervisión de Entidades de la CNMV incluyó en su plan de actuación las inspecciones recogidas en el correspondiente plan del Banco de España con el fin de que las actuaciones de ambos organismos resultasen complementarias. De acuerdo con el convenio de colaboración suscrito en 2004¹, la CNMV informó con carácter previo al Banco de España del inicio de las inspecciones en entidades de crédito. De igual forma, la CNMV informó de los resultados y conclusiones de estas actuaciones.

1. Para más información sobre el contenido de los convenios de cooperación firmados por la CNMV con el Banco de España y la Dirección General de Seguros puede consultarse el capítulo 17 del Informe Anual de la CNMV 2004.

14.1.2 Cooperación con supervisores internacionales

Protocolo entre CESR, CEBS y CEIOPS

CESR, CEBS² (Comité Europeo de Supervisores Bancarios) y CEIOPS³ (Comité Europeo de Supervisores de Pensiones y Seguros) firmaron un protocolo en noviembre de 2005, para la celebración de reuniones permanentes entre las presidencias y secretarías generales de los tres comités. Las actuaciones que recoge este protocolo son: (i) el intercambio de información para la aplicación de políticas comunes, (ii) el intercambio de experiencias y (iii) la elaboración de informes conjuntos para los grupos y comités europeos.

Cooperación en materia de investigación

La Dirección del Servicio Contencioso y del Régimen Sancionador de la CNMV canaliza la cooperación con otros supervisores en materia de investigación. Durante 2005, la citada Dirección cursó 39 solicitudes de colaboración a reguladores extranjeros (26 en el año 2004) y tramitó, a su vez, 38 solicitudes dirigidas a la CNMV (37 en el año 2004).

La mitad de solicitudes de colaboración tanto recibidas como remitidas correspondían a asuntos relacionados con la 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.

Acuerdos con otros reguladores

La CNMV finalizó en 2005 su participación en el *Peer Review* de Rumanía en el que, con otros reguladores europeos, evaluó la capacidad técnica de los supervisores financieros de este país candidato a formar parte de la Unión Europea a partir de 2007. Una de las recomendaciones reflejadas fue la de incrementar el número de acuerdos bilaterales con otras jurisdicciones en el ámbito de la cooperación e intercambio de información.

En este contexto, la CNMV suscribió un MoU con la Comisión de Valores de Rumanía. Y, en colaboración con el regulador de valores italiano CONSOB, la CNMV participó en 2005 en el denominado *Twinning Light Project* por el que se presta asistencia técnica a la Comisión de Valores de Rumanía. Concretamente, se le asesoró para la redacción de normas de desarrollo en materias de transparencia, folletos y Depositarios Centrales de Valores y Entidades de Contrapartida Central.

Además, la CNMV ayudó a la Comisión de Valores de Polonia, dentro del programa de la Comisión Europea TAIEX⁴ sobre materias relacionadas con el abuso de mercado y la compensación y liquidación de valores.

2. *Committee of European Banking Supervisors.*

3. *Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors.*

4. *Technical Assistance Information Exchange Instrument.*

Libro Blanco de los Servicios Financieros

En 2005 se publicó el documento de la Comisión Europea *White paper on Financial Services Policy*, en el que se recogen los grandes ejes de la actuación normativa europea en el campo de los mercados de valores para el período 2005-2010.

El Informe no se centra en el proceso normativo europeo sino en la aplicación coordinada de las normas aprobadas hasta el momento. El Libro Blanco supone, por tanto, un cambio de etapa, desde la dominada por el Plan de Acción de Servicios Financieros y las grandes directivas marco de los últimos años, hacia la que, a juicio de la Comisión, debe estar presidida por la consolidación regulatoria y la armonización supervisora. En este contexto, cobra una mayor importancia la coordinación entre comisiones de valores europeas en el seno de CESR.

Los objetivos recogidos en el Libro Blanco son:

- i. la consolidación dinámica de un mercado financiero europeo abierto, integrado, competitivo y económicamente eficiente.
- ii. la eliminación de las barreras económicas para la prestación de servicios financieros y la libre circulación del capital en la Unión Europea, al más bajo coste posible, con niveles adecuados de conducta, estabilidad financiera y protección al consumidor.
- iii. la implementación, cumplimiento y evaluación continuada de la legislación existente, y la aplicación de los criterios de “mejor regulación” a las futuras iniciativas.
- iv. la acentuación de la cooperación y convergencia de la supervisión, de las relaciones con otros mercados financieros y de la influencia europea a nivel global.

Para la consecución de estos objetivos se identifican las siguientes políticas:

- i. “Mejor regulación” (*better regulation*). La regulación debe estar basada en consultas abiertas y transparentes con evaluación previa de su impacto. Debe realizarse un análisis de los costes y beneficios y, cuando sea preciso, debe considerarse también el efecto sobre la estabilidad financiera, el correcto funcionamiento de los mercados y la protección del consumidor.
- ii. Marco adecuado de regulación y supervisión. Deben clarificarse las tareas y responsabilidades entre los supervisores del país de origen y acogida y evaluar la posibilidad de delegación de la supervisión

entre supervisores. El intercambio de información entre supervisores debe ser seguro y fiable, especialmente en situaciones de crisis.

- iii. Futura regulación europea. En el sector valores, la compensación y liquidación es el área que se considera más necesario evaluar la posibilidad de regular. Se recuerda que la compensación y liquidación transfronteriza tiene un coste más elevado que la nacional por las barreras técnicas, legales y fiscales existentes y que no existe una regulación a nivel de la Unión Europea.

14.2 Grupos de trabajo internacionales sobre regulación y supervisión de los mercados de valores

La CNMV participó activamente en los diferentes foros y grupos de trabajo constituidos en el seno de las principales organizaciones internacionales para debatir y analizar sobre la regulación y supervisión de los mercados de valores, así como para mejorar la cooperación y la prestación de asistencia técnica entre los correspondientes reguladores y supervisores. En el cuadro 14.1 se resume esta actividad.

Asistencia a reuniones internacionales y asistencias técnicas

CUADRO 14.1

	Número de reuniones	
	2004	2005
CESR	102	126
IOSCO	35	43
Unión Europea	35	36
OCDE	9	9
Otros foros	20	31
Total	201	245
Misiones de asistencia técnica	4	5

Fuente: CNMV.

14.2.1 Grupos permanentes de trabajo de CESR

CESR es el Comité de Reguladores de Valores Europeos. CESR actúa, por un lado, como asesor de la Comisión Europea en el nivel 2⁵ del proceso normativo⁶.

5. Los niveles 3 y 2 son los señalados en el esquema de regulación europea propuesto por el "Informe del Grupo de Expertos sobre la regulación de los mercados europeos de valores" constituido bajo la presidencia de Alexander Lamfalussy, que fue adoptado por el Consejo de la Unión Europea de Estocolmo el 22 de marzo de 2001.

6. En el anexo legislativo B.3 pueden consultarse los mandatos de la Comisión Europea a CESR para el desarrollo de las medidas de nivel 2.

Además de las actuaciones relacionadas con el proceso de elaboración de la normativa europea, la actividad de CESR se desarrolló a través de los grupos permanentes de expertos creados para analizar temas específicos:

Grupo de trabajo de inspección e intercambio de información: CESR-Pol

Este grupo de expertos siguió trabajando en los mandatos que tenía encomendados desde el ejercicio anterior como son: (i) el análisis de la operatividad y funcionamiento del Memorando de Entendimiento Multilateral (MoU⁷) CESR y (ii) el análisis de los problemas experimentados en la cooperación internacional.

Por otra parte, durante 2005 se procedió a remodelar la estructura del grupo para hacerla más operativa para lo que se creó un subgrupo denominado *Surveillance & Intelligence*. Con ello se pretende reforzar la operatividad de CESR-Pol desde un enfoque práctico, mediante la puesta en común de experiencias y métodos de investigación.

Grupo de trabajo sobre información financiera: CESR-Fin

En 2005, el trabajo de este grupo continuó centrándose en la implantación de las nuevas NIIF⁸ y en la adecuada coordinación entre los reguladores europeos en la supervisión de la información financiera suministrada por las entidades cotizadas.

Entre los trabajos desarrollados por este grupo cabe destacar los siguientes:

- *Informe técnico para la Comisión Europea sobre equivalencia entre las NIIF y las normativas contables de Canadá, Estados Unidos y Japón*. Se trató de determinar si emisores de terceros países que tuvieran valores admitidos a negociación en algún mercado regulado de la Unión Europea, o que quisieran realizar una oferta pública de valores en Europa, podrían utilizar sus propias normas para elaborar los estados financieros que publiquen. CESR concluyó que, desde una perspectiva global, podría considerarse que las normativas contables de Canadá, Estados Unidos y Japón son equivalentes (no idénticas) a las NIIF salvo en ciertos aspectos referidos fundamentalmente a la revelación de información financiera.
- *Recomendación sobre distintos indicadores de resultados*, cuyo objetivo es asegurar que los indicadores que publican los emisores europeos son apropiados y útiles para la toma de decisiones de los inversores.
- *Declaración pública en la que se recuerda a emisores e inversores la importancia de revelar información de forma clara y transparente cuando se utilice alguna de las opciones disponibles en las NIIF vigentes, y sobre las decisiones relativas a la determinación de políticas contables en ausencia de directrices concretas en las NIIF*.

7. Memorandum of Understanding.

8. Normas Internacionales de Información Financiera.

Los distintos subgrupos de trabajo sobre contabilidad, supervisión de información financiera y auditoría tuvieron una intensa actividad en 2005. El subgrupo de Aprobación y Convalidación de Normas Internacionales revisó los borradores de normas publicados por el IASB⁹ en 2005 y las nuevas versiones propuestas para algunas NIIF/NIC. El subgrupo de Sesiones de Coordinación de Supervisores Europeos puso en marcha una base de datos de decisiones tomadas por cada supervisor sobre aspectos prácticos de aplicación de las NIIF. El subgrupo de Auditoría trabajó en temas diversos, como los posibles problemas que podrían suponer en los informes de auditoría la implantación de las NIIF o el papel de los reguladores de valores en la supervisión de los auditores.

Review Panel

Este grupo de trabajo se creó en 2004 con la función de revisar tanto la aplicación de los estándares, principios y recomendaciones de CESR en las legislaciones nacionales, como la regulación europea cuando así lo requiriese la Comisión Europea.

En 2005, el *Review Panel* analizó la implementación de las siguientes materias: (i) los estándares de *Cold Calling* (llamadas telefónicas o mediante cualquier otro medio, sin requerimiento previo del inversor, para ofrecer servicios de inversión a potenciales clientes) y (ii) el estándar financiero número 1 de CESR, que define los procesos de revisión de información financiera.

14.2.2 Actuaciones de CESR en medidas legislativas del nivel 3

Las competencias de CESR se extienden también al nivel 3, en el que se pretende conseguir una aplicación homogénea y consistente de la normativa europea. Las principales actuaciones de nivel 3 en 2005 fueron:

- La constitución de un grupo de contacto de expertos, con vocación de permanencia, para la implementación de la Directiva de Folletos¹⁰, que entró en vigor el 1 de julio de 2005. Este grupo no tendrá la facultad de elaborar recomendaciones, principios y/o estándares, aunque sí los podrá proponer para su realización por CESR.
- La revisión de la implementación de la siguiente normativa sobre UCITS¹¹: (i) las Recomendaciones de la Comisión Europea relativas al uso de instrumentos financieros derivados y a los requerimientos para los folletos simplificados y (ii) los principios de CESR sobre los periodos transitorios aplicables a la implementación de la Directiva de UCITS. Además se simplificó el procedimiento de notificación de actividades transfronterizas.

9. International Accounting Standards Board.

10. Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores.

11. Undertakings for the Collective Investment of Transferable Securities.

En relación con las Recomendaciones de la Comisión Europea, se publicó un informe en el que se constata su cumplimiento en casi todos los países de la Unión Europea, incluida España.

14.2.3 Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO)

IOSCO adoptó en 2005 el denominado Plan Estratégico, por el que todos sus miembros deben firmar y adoptar el Acuerdo Multilateral de Entendimiento sobre consulta, cooperación e intercambio de información antes del 1 de enero de 2010. Ello conlleva la obligación de realizar un riguroso proceso de verificación de los siguientes aspectos: (i) la capacidad de los miembros¹² para obtener la información necesaria en una investigación y para compartirla con otros reguladores y supervisores de valores, (ii) la introducción de las modificaciones legislativas necesarias para la adecuación de la legislación a los usos establecidos en el Acuerdo y (iii) la adopción de unos requisitos rigurosos en cuanto a la confidencialidad de la información.

La lucha contra el fraude financiero siguió siendo una de las materias objeto de análisis de IOSCO, sobre todo después de las crisis corporativas de años precedentes. En 2005 se concluyó el informe *Fortalecimiento de los mercados de capitales frente al fraude financiero*¹³. En él se identifican varias áreas en las que se recomienda profundizar, que han sido recurrentes en todas las crisis corporativas:

- i. la supervisión de la labor de los auditores y la efectividad de los estándares de auditoría;
- ii. la mejora de las prácticas de buen gobierno;
- iii. el papel de los intermediarios en las bolsas de valores actuales;
- iv. el papel del sector privado en el análisis de la información financiera y los requisitos de difusión de la información financiera;
- v. la regulación y la transparencia en los mercados de bonos corporativos;
- vi. el uso de estructuras corporativas complejas; y,
- vii. la mejora de la cooperación entre reguladores y/o supervisores de valores

Todas estas áreas fueron evaluadas y asignadas para su desarrollo, bien a los grupos permanentes de trabajo, dependientes del Comité Técnico, o bien a grupos de trabajo específicos creados al efecto. Entre éstos últimos se encuentra la constitución de un subcomité de presidentes, bajo la presidencia conjunta de la CNMV y la Comisión de Valores de Australia, sobre la independencia de los miembros de los consejos de administración de los emisores de valores.

12. IOSCO cuenta con 180 miembros que representan un porcentaje superior al 90% de los mercados financieros internacionales.

13. *Strengthening Capital Markets Against Financial Fraud*, Report of the Technical Committee of IOSCO, marzo de 2005, IOSCO PD192.

De los trabajos desarrollados por los cinco grupos permanentes de IOSCO, se destacan las actividades y documentos que se detallan a continuación.

Contabilidad, auditoría y difusión de información

Durante 2005, cuatro organizaciones internacionales (IOSCO, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros y el Banco Mundial) constituyeron un Consejo Internacional de Supervisión del Interés Público en materia de Auditoría (*Public Interest Oversight Board*, PIOB). Su objetivo es velar por la integridad del proceso de elaboración del conjunto de Normas Internacionales de Auditoría en los ámbitos técnico, formativo y ético que elaboran los tres comités de normas de auditoría de interés público principales (IAASB, IAESB y IESBA) dependientes de la Federación Internacional de Auditores (IFAC).

El Gobierno español, con el objetivo de atraer instituciones internacionales relevantes en el ámbito de los mercados financieros, invitó al recién creado organismo a instalar su sede permanente en España, ofreciendo un régimen fiscal para el PIOB y sus empleados similar al que disfrutaban otras organizaciones internacionales con sede en nuestro país, como la propia IOSCO. Con la colaboración de la CNMV, se dotó al PIOB de un local para el establecimiento de las oficinas de la secretaría general, en Madrid. El PIOB se ha constituido legalmente como Fundación de acuerdo a la Ley española (Fundación Consejo Internacional de Supervisión Pública en estándares de auditoría, ética profesional y materias relacionadas), a principios de 2005, siendo promulgada la Ley que le otorga el régimen fiscal especial el 29 de marzo de 2005.

Mercados secundarios

Se publicó el documento *Políticas sobre errores en la negociación*¹⁴. Este documento recoge las medidas que los principales mercados de valores del mundo tienen establecidas y aplican cuando se produce la cancelación de una transacción como consecuencia de un error humano o de fallos en los sistemas de negociación electrónicos.

Otro informe publicado fue *Desmutualización de las bolsas en los mercados emergentes*¹⁵. En él se tratan: (i) las posibles estrategias de privatización de bolsas como las de Brasil o China, donde aún no se ha iniciado este proceso, o la de India, que sí ha iniciado su desmutualización y (ii) las implicaciones sobre las legislaciones de estos países de la privatización generalizada de los mercados de valores internacionales.

Intermediarios

Destacó la publicación del documento *Principios sobre subcontratación de servicios financieros para los intermediarios del mercado*¹⁶. En él se establecen un conjunto de estándares de actuación para las empresas subcontratantes en áreas como la selección del proveedor, la confidencialidad de la clientela o la concentración en la sub-

14. *Policies On Error Trades, Report of the Technical Committee of IOSCO*, octubre de 2005, IOSCOPD208.

15. *Exchange Demutualization In Emerging Markets, Report of the Technical Committee of IOSCO*, abril de 2005, IOSCOPD200.

16. *Principles on Outsourcing of Financial Services for Market Intermediaries, Report of the Technical Committee of IOSCO*, febrero de 2005, IOSCOPD187.

contratación. Un aspecto esencial que se establece es que las empresas deben ser legalmente responsables frente al regulador respecto a las funciones subcontratadas.

IOSCO trabajó esta materia en estrecha colaboración con el *Joint Forum*, que también publicó otro informe complementario al de IOSCO (véase apartado 14.2.4).

Inspección e intercambio de información

Este grupo revisó y valoró la capacidad de cooperar de países que no cuentan con una regulación suficiente en materia de valores y de países conocidos como “no cooperantes”. Se elaboró una lista de países con los que los reguladores y supervisores de valores tuvieron experiencias negativas de cooperación. De ellos, varios aceptaron voluntariamente la evaluación de la legislación por expertos de IOSCO con el fin de encontrar los obstáculos que impiden una adecuada cooperación.

Instituciones de Inversión Colectiva

Los documentos de interés en esta materia fueron:

- i. *Estándares de buenas prácticas contra el arbitraje de zona horaria y aspectos relacionados para las instituciones de inversión colectiva*¹⁷. Incluye recomendaciones de buenas prácticas para evitar perjuicios a los partícipes de fondos de inversión por la posibilidad de hacer arbitraje de zona horaria, comprando y vendiendo participaciones de fondos de inversión cuando el valor liquidativo aún no ha sido actualizado con los precios de cierre de algunos mercados. Los estándares establecidos pretenden introducir mecanismos que aseguren la protección de los partícipes.
- ii. *Guía sobre prevención del blanqueo de capitales para las Instituciones de Inversión Colectiva*¹⁸. Basado en las 40 recomendaciones del Grupo de Acción Financiera sobre prevención del blanqueo de capitales y en el documento de IOSCO sobre “Identificación de la Clientela y Titulares Finales”, desarrolla los procedimientos a aplicar en el ámbito de las Instituciones de Inversión Colectiva.

14.2.4 Otros foros internacionales

Joint Forum

La CNMV es miembro fundador de este foro internacional que agrupa a reguladores de los tres sectores financieros, banca, valores y seguros, representados por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, IOSCO y la Asociación de Supervisores de Seguros, respectivamente. El objetivo de *Joint Forum* es estudiar aspectos relacionados con la estabilidad financiera desde una perspectiva intersectorial y transfronteriza.

17. *Best Practices Standards On Anti Market Timing And Associated Issues For CIS*, Report of the Technical Committee of IOSCO, octubre de 2005, IOSCO PD207.

18. *Anti-Money Laundering Guidance for Collective Investment Schemes*, Report of the Technical Committee of IOSCO, octubre de 2005, IOSCO PD205.

Con el objetivo anterior, el *Joint Forum* publicó los siguientes informes en 2005: (i) *Subcontratación de los Servicios Financieros*¹⁹ que desarrolla una serie de principios de actuación para las instituciones financieras y los reguladores de los sectores de banca, valores y seguros, al objeto de mitigar el riesgo de esta actividad, (ii) *Transferencia de riesgo de crédito*²⁰, que contiene una serie de recomendaciones para los participantes del mercado y para los supervisores en las áreas de gestión del riesgo, divulgación de la información y enfoque de supervisión.

OCDE

La CNMV, como miembro del *Steering Group* de gobierno corporativo, participó en las mesas regionales de Latinoamérica y Oriente Medio en las que se desarrollaron cuestiones de interpretación y seguimiento de los principios de gobierno corporativo teniendo en cuenta las especificidades de cada territorio.

Grupo de expertos en compensación y liquidación

En 2005 se creó un grupo de trabajo de expertos para desarrollar los estándares de los sistemas de compensación y liquidación publicados en 2004 por el CESR y el Consejo del Banco Central Europeo. Este grupo fue el preámbulo del denominado grupo CESAME de la Comisión Europea²¹. Está compuesto por 20 representantes de alto nivel de entidades privadas y 4 observadores de organismos públicos relacionados con los procesos de compensación y liquidación; la presidencia corresponde a la Comisión.

CESAME actuará como asesor de la Comisión sobre las iniciativas del mercado para eliminar las barreras que impiden la integración de los sistemas de compensación y liquidación en la Unión Europea, identificados en los dos Informes Giovannini²². Coordinará también las actuaciones entre los sectores público y privado, realizará un seguimiento de los resultados del proceso y difundirá la información necesaria sobre el estado de la reforma.

14.3 Cooperación con Iberoamérica

Dentro de la actividad internacional de la CNMV, Iberoamérica concentra el mayor número de actividades de cooperación técnica. Dicha cooperación se realiza mediante encuentros o misiones bilaterales y a través del Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores (IIMV). La CNMV durante 2005 participó en:

- El *Offshore Financial Center assessment*, en una misión oficial del FMI en Panamá, para evaluar el cumplimiento de los estándares internacionales de los mercados de valores contenidos en los principios de IOSCO.

19. *Outsourcing in Financial Services*, Joint Forum, febrero de 2005, IOSCO PD184.

20. *Credit Risk Transfer*, Joint Forum, marzo de 2005, IOSCO PD194.

21. *Commission's Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Expert Group*.

22. El 1º Informe Giovannini, de noviembre de 2001, identificó 15 barreras que dificultan las operaciones transfronterizas con valores en la Unión Europea. El 2º Informe, de abril de 2003, estableció las medidas a adoptar para eliminar las barreras identificadas en el primer informe.

- Un proyecto piloto lanzado por IOSCO a nivel mundial, como asesor y evaluador del cumplimiento de los objetivos y principios de IOSCO en Ecuador.
- Diversos seminarios regionales para la formación de funcionarios de los reguladores iberoamericanos. Cabe destacar el seminario realizado en Lima con asistencia de representantes de los reguladores y de los mercados centroamericanos.
- Las reuniones del Consejo de Autoridades Regulatorias de Valores de las Américas (COSRA), en calidad de observador, en las que se debatieron temas como la financiación de pymes o la capacitación técnica de los reguladores.

Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores

La fundación Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores realizó este año diversas actividades a fin de favorecer el desarrollo de los mercados de valores en Iberoamérica, a través de la difusión de su funcionamiento y las normas que los rigen, así como del fomento de la cooperación internacional.

En concreto, y conjuntamente con la CNMV y la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, el Instituto dirigió sus esfuerzos y recursos al análisis y examen de las siguientes áreas:

- La normativa específica que regula los Mercados de Renta Fija, pública y privada, y, en particular, las iniciativas y experiencias para la mejora de la competitividad de estos mercados.
- El marco jurídico y los estándares internacionales de las entidades depositarias y de custodia de los mercados de valores, así como los riesgos y mecanismos de cobertura en los Sistemas de liquidación y Centrales de Depósito de Valores.
- Los procesos y actuaciones de inspección de los organismos supervisores, la intervención de entidades en situaciones de crisis, los trámites sancionadores, y la necesaria colaboración de los organismos ante operativas transfronterizas.
- La normativa y el papel de las agencias de calificación de riesgos en el funcionamiento de los mercados financieros.
- El desarrollo de aplicaciones y herramientas tecnológicas de los respectivos sistemas de información, la seguridad de los sistemas y las tendencias internacionales en el ámbito de la tecnología e Internet.

A lo largo de 2005 se realizaron siete actividades de formación, cooperación y difusión, todas ellas celebradas en Iberoamérica, en las que tomaron parte 158 funcionarios de Comisiones de Valores pertenecientes a 19 países, lo que permitió el intercambio de experiencias entre las instituciones supervisoras y reguladoras de los mercados de valores.

IV CNMV: Aspectos organizativos, económicos e institucionales



15 Organización

En 2005 no se produjeron cambios ni en la estructura ni en la titularidad de las direcciones de la CNMV. El cambio organizativo de mayor relieve fue la integración del Servicio de Reclamaciones, anteriormente dependiente de Secretaría General, en la Dirección de Inversores, circunstancia que se comenta el capítulo 12.

La CNMV siguió realizando un esfuerzo para adaptar sus recursos humanos y materiales a las necesidades de la supervisión, cada vez mayores y más complejas. La plantilla se incrementó considerablemente y los recursos informáticos siguieron potenciándose para responder a nuevas exigencias normativas y para avanzar en los servicios de e-administración.

Por último, cabe destacar que se amplió el marco de procedimientos internos de funcionamiento, establecidos mayoritariamente durante el año 2004, con la aprobación de dos nuevas instrucciones de servicio.

15.1 Recursos humanos

A finales de 2005, la CNMV contaba con una plantilla de 369 empleados, 51 personas más que un año antes. Como puede apreciarse en los cuadros siguientes, este aumento del personal se concentró en los técnicos y administrativos pertenecientes a las Direcciones Generales de Entidades y de Mercados e Inversores.

Plantilla de la CNMV: composición por categorías profesionales

CUADRO 15.1

Número de empleados a 31 de diciembre

	2004	2005
Servicios	9	9
Administrativos /Oper. Informáticos	50	64
Técnicos	237	275
Dirección	22	21
Total	318	369

Fuente: CNMV.

Distribución del personal entre las direcciones de la CNMV

CUADRO 15.2

Número de empleados a 31 de diciembre		
	2004	2005
Direcciones Generales de línea:	213	256
Entidades	104	118
Mercados e Inversores	73	98
Servicio Jurídico	36	40
Direcciones	94	99
Consejo	11	14
Total	318	369

Fuente: CNMV.

Debe reseñarse que a finales de 2005 se realizó una nueva convocatoria para cubrir diez nuevas plazas: 9 técnicos para incorporarse a las Direcciones Generales de Mercados e Inversores (4) y Entidades (1), y a las Direcciones de Estudios y Estadísticas (3) y de Sistemas de Información (1), y un jefe de recursos humanos.

Como es habitual en la CNMV, las convocatorias han estado dirigidas a la búsqueda de profesionales con titulación de grado superior y más de tres años de experiencia en campos afines a los propios de la CNMV o con estudios de postgrado. Estos procesos de selección se han llevado a cabo durante los últimos meses del año y el primer cuatrimestre de 2006.

15.2 Sistemas de información

La CNMV potenció durante 2005 los sistemas de información al objeto de dotar a las instalaciones de una mayor seguridad, tanto en los equipos de almacenamiento como de comunicaciones.

Asimismo, se implantaron aplicaciones informáticas para atender a las nuevas exigencias de la normativa en materia de folletos de IIC y de emisiones de renta fija y para potenciar los servicios de e-administración y de difusión de información.

Para adecuarse a las exigencias de la normativa actual en materia de IIC es necesario rediseñar las herramientas informáticas de registro y supervisión de las entidades del ámbito de la inversión colectiva. En este sentido hay que destacar las tareas realizadas para la adaptación del actual folleto electrónico de IIC, de forma que tenga en cuenta la posibilidad de estructurarse en compartimentos y contar con diferentes tipos de acciones o participaciones. El nuevo folleto electrónico estará operativo durante 2006.

Por su parte, el cambio del régimen regulatorio del mercado primario de valores, con nuevos modelos de folletos de emisión, ha hecho necesario abordar la implantación de una herramienta que facilite la elaboración de los folletos de renta fija. Así, se de-

sarrolló un modelo de folleto electrónico¹, semejante al que ya viene utilizándose de manera exitosa en instituciones de inversión colectiva, del que podrán disponer los usuarios de la e-administración de la CNMV en el primer trimestre de 2006.

En cuanto a la potenciación de la e-administración, debe reseñarse la incorporación de un nuevo trámite al servicio *CNMV en línea* (e-administración bajo CIFRADO/CNMV).

El servicio de *CNMV en línea* es una facilidad de acceso remoto a la CNMV a través de Internet. El usuario de la *CNMV en línea* puede presentar documentación, debidamente firmada (firma electrónica), en la CNMV desde cualquier lugar del mundo que tenga conexión a Internet, consultar el estado de sus trámites o recoger las últimas versiones de las aplicaciones informáticas que la CNMV ofrece a las entidades supervisadas para facilitarles esos trámites. Para poder remitir documentos a la CNMV utilizando el servicio de la *CNMV en línea*, el usuario tiene que estar previamente dado de alta en la CNMV como usuario del sistema CIFRADO/CNMV.

Desde 2005 que es posible realizar a través de la *CNMV en línea* la remisión de participaciones significativas de SICAV. Con ello, el citado servicio permite realizar 31 trámites por vía electrónica, cinco de los cuales son obligatorios, si bien los de carácter voluntario se realizan también en su mayoría por esta vía.

Los trámites se engloban en tres grandes grupos:

- i. Los que se realizan mediante el uso de CIFRADO/CNMV, sistema de cifrado y firma electrónica, que abarca 24 trámites distintos, como se aprecia en el cuadro 15.3. Algunos trámites deben realizarse obligatoriamente por esta vía.
- ii. Los que corresponden al pago de tasas (cuatro trámites), que requieren la utilización de un certificado de clave pública aceptado por la Agencia Estatal de la Administración Tributaria².
- iii. La descarga de datos por difusores profesionales, organismos públicos o usuarios autorizados (tres trámites), que requiere clave de usuario y contraseña.

En 2005, se llevaron a cabo cerca de 38.000 trámites a través del sistema *CNMV en línea*, realizados por más de 1.100 usuarios.

Finalmente, cabe destacar que el estándar informático para el intercambio de información financiera XBRL (Extensible Business Reporting Language) es una realidad en el ámbito de la CNMV desde 2005. En el marco de la Asociación XBRL España, de la que la CNMV es junto con el Banco de España uno de los principales fundadores e impulsores, se aprobó la Taxonomía XBRL denominada IPP³, que recoge los

1. Véase recuadro sobre folleto electrónico en el capítulo 9 de Información de los emisores y gobierno corporativo.

2. Orden 729/2003 del Ministerio de Hacienda.

3. Información pública periódica.

**Relación de trámites que pueden realizarse a través de
CIFRADO/CNMV**

CUADRO 15.3

	Tramitación
Empresas de servicios de inversión	
Altas y modificaciones de agentes de SAV y SGC	Voluntaria
Envío de estados financieros de SAV y SGC	Voluntaria
Envío de estados financieros de grupos consolidables de SAV	Voluntaria
Envío de estados estadísticos de IIC extranjeras	Voluntaria
Seguimiento de los expedientes en trámite de la entidad	Voluntaria
Sociedades emisoras	
Comunicación de hechos relevantes	Voluntaria
Envío del cuadro de información de colocación de pagarés	Voluntaria
Envío de estados financieros trimestrales y semestrales	Obligatoria
Envío del Informe Anual de Gobierno Corporativo	Obligatoria
Envío de información sobre efectos titulizados	Voluntaria
Mercado AIAF	
Admisiones al mercado	Voluntaria
Negociación diaria	Voluntaria
Instituciones de inversión colectiva	
Altas y actualizaciones de folletos de IIC	Obligatoria
Comunicación de participaciones significativas de fondos de inversión	Obligatoria
Envío de estados financieros de IIC	Voluntaria
Envío de información estadística para la Unión Europea	Voluntaria
Envío de estados financieros de las sociedades gestoras	Voluntaria
Envío de estados estadísticos de IIC extranjeras	Voluntaria
Envío de estados financieros de fondos inmobiliarios	Voluntaria
Envío de estados trimestrales y semestrales públicos de SIM y SIMCAV	Voluntaria
Seguimiento de los expedientes en trámite de la entidad	Voluntaria
Comunicación de participaciones significativas de SICAV	Voluntaria
Entidades de capital-riesgo	
Envío de estados financieros	Obligatoria
Seguimiento de los expedientes en trámite de la entidad	Voluntaria

Fuente: CNMV.

estados financieros periódicos (trimestrales y semestrales) que las sociedades cotizadas tienen que remitir a la CNMV, de acuerdo con la Circular 1/2005.

Las entidades cotizadas remitieron la información correspondiente al primer semestre, tercer trimestre y segundo semestre de 2005 en formato XBRL. A finales de febrero había más de 9.000 informes XBRL en la web de la CNMV.

15.3 Reubicación de las unidades y servicios de la CNMV

El Programa de Actuación Plurianual de la CNMV 2006-2009, que incorporan los Presupuestos Generales del Estado para 2006, establece el objetivo de dotar a la CNMV de un mayor grado de eficacia y eficiencia, siendo uno de los elementos esenciales de este objetivo la potenciación, adecuación y optimización de sus infraestructuras físicas y sistemas de información.

Elemento fundamental para el cumplimiento de este objetivo es dotar a la CNMV de unas oficinas adecuadas a su función, de forma que sea financieramente sostenible y compatible con el mantenimiento de unas reservas adecuadas. Para ello, la Comisión ha sustituido el objetivo de adquisición de un nuevo edificio que albergue a todas sus unidades y servicios en Madrid, actualmente dispersos en tres ubicaciones (Castellana, 19; Castellana,15; y Serrano, 47), y ha optado por establecerse en sólo dos sedes: el edificio de Castellana, 19, propiedad de la CNMV (edificio que se va a someter a una profunda remodelación, con el fin de adaptarlo a las nuevas necesidades) y locales de oficina arrendados en el edificio de Serrano 47, en el que se ubica en la actualidad la Dirección General de Entidades. Las nuevas instalaciones deben responder a las necesidades de la CNMV y sus empleados e incorporarán los últimos avances en tecnologías de la información.

La solución adoptada para el acuciante problema de la ubicación física de las unidades y servicios de la CNMV en Madrid supone un aumento de los gastos de explotación y las inversiones en los ejercicios 2005 a 2008, para volver a una situación similar (con las correcciones monetarias oportunas) a la del ejercicio 2004 en 2009. El programa plurianual recoge estas previsiones y refleja, además, una modificación del marco legal de las tasas, que se ajustan a los gastos previsibles, reduciéndose de forma significativa.

15.4 Procedimientos internos

En 2005 no se aprobaron nuevos procedimientos en sentido estricto, pero sí dos instrucciones provisionales de servicio⁴: una de ellas relativa a las solicitudes de información, consultas y reclamaciones de inversores en el ámbito de la CNMV y otra referida a la tramitación y resolución de denuncias en el ámbito de la CNMV.

Con ambas instrucciones se clarificaban las diferencias entre denuncias y reclamaciones y se establecía una regulación específica y singular para su tramitación en el ámbito de la CNMV de la que hasta entonces se carecía. Un resumen de los contenidos de dichas instrucciones puede verse en el capítulo 12, en el apartado 12.2. sobre "Quejas, reclamaciones y denuncias ante la CNMV".

4. El artículo 12 del Reglamento de Régimen Interior de la CNMV, de 10 de julio de 2003, establece, en su apartado 4, que "el Presidente podrá dirigir las actividades de los órganos jerárquicamente dependientes del mismo mediante instrucciones de servicio". El añadido "provisional" que consta expresamente en el título de cada una de estas dos instrucciones señala que podrán ser revisadas a la luz de las enseñanzas que produzca su efectiva aplicación.

16 Gestión económica

16.1 Ingresos y gastos

La CNMV obtuvo en 2005 unos ingresos de 54,3 millones de euros e incurrió en unos gastos de 29,9 millones, con lo que el excedente del ejercicio fue de 24,4 millones de euros.

Los ingresos de la CNMV proceden principalmente del cobro de tasas por actos de registro y de supervisión, que el año pasado ascendieron a 51,6 millones de euros.

El resto de fondos obtenidos proceden de ingresos financieros y, en mucha menor medida, de la venta de publicaciones y de otros ingresos (difusores profesionales de información, recuperación de gastos de publicidad en BORME¹ de exclusiones de negociación, gastos repercutidos sobre los adjudicatarios de los concursos de contratación, etc...).

Los gastos totales se incrementaron un 5,3%. La principal partida de gastos de la CNMV corresponde a personal, ya que representan un 66,3% del total. El crecimiento de esta partida en 2005 se debe en gran medida al aumento de la plantilla media.

Los otros gastos de gestión aumentaron un 7,7% en 2005, centrándose principalmente en las partidas de arrendamientos y publicidad. El gasto por arrendamientos recoge el alquiler de nuevas oficinas para cubrir las necesidades de espacio derivadas del incremento de la plantilla, así como la reubicación temporal del personal durante la obra de rehabilitación proyectada en el edificio sede. En cuanto a los gastos de publicidad, su incremento refleja la participación, por primera vez, de la CNMV en el Salón de la Bolsa (Bolsalia 2005).

Hay que señalar que la partida de otros gastos de gestión también recoge un descenso de los gastos por servicios profesionales independientes. Ello se debió a la reducción de las comisiones abonadas a la Agencia Estatal de Administración Tributaria por la gestión del cobro de tasas en recaudación ejecutiva.

Con fechas 15 de julio de 2005 y 20 de enero de 2006, el Gobierno, a propuesta de la CNMV, acordó la distribución de los resultados de los ejercicios 2003 y 2004, es-

1. BORME son las siglas del Boletín Oficial del Registro Mercantil.

tableciendo las cifras a ingresar en el Tesoro Público en 13,9 y 10 millones de euros respectivamente.

16.2 Estructura de tasas

En el cuadro 16.1 se ven los tipos de tasas que están establecidas por los diferentes servicios que realiza la CNMV. Los ingresos recibidos por tasas aumentaron en 2005 en la mayoría de los conceptos, pero especialmente en los correspondientes a la inscripción de folletos y a la supervisión de mercados.

El aumento en las tasas por inscripción de folletos se debió al aumento, superior a lo previsto, de la actividad emisora de renta fija en los mercados oficiales (Bolsas y AIAF). También debe destacarse un importante aumento en las tasas por autorización de OPA.

Dentro de las tasas por supervisión de mercados destacó el crecimiento de los ingresos por supervisión de la actividad de las entidades participantes en Iberclear, asociado al incremento de los saldos registrados en el Sistema (ver capítulo 4), así como el aumento significativo de los ingresos por supervisión de la actividad de los miembros de las bolsas de valores.

Con fecha 20 de noviembre de 2005 entró en vigor la Ley 23/2005, de 18 de noviembre, de reformas en materia tributaria para el impulso a la productividad. Esta Ley ha modificado los límites aplicables a las tasas repercutidas por la CNMV a los emisores y a las entidades financieras por actos de verificación o supervisión relacionados con sus actividades en el mercado de renta fija. Las modificaciones que se contemplan son:

Tasas por registro de folletos informativos:

- Folletos de emisión de valores con plazo de vencimiento o amortización superior a 18 meses. La cuota fija mínima se reduce desde 1.626 euros a 975 euros.
- Folletos de admisión a negociación en bolsa. Se establecen cuotas mínima (975 euros) y máxima (9.000 euros).

Tasas por inspección y supervisión de determinados conceptos:

- Proceso de verificación de requisitos de admisión de valores en mercados secundarios de renta fija (AIAF). Se establecen cuotas mínima (975 euros) y máxima (9.000 euros).
- Supervisión de la actividad de las entidades adheridas al servicio de compensación y liquidación de valores. Se contempla que el tipo de gravamen se reduzca al 50% del nivel actual; es decir que pase del 0,012 por mil a 0,006 por mil, cuando se aplique a saldos de valores de renta fija.

Esta modificación supone una reducción sustancial de las tasas recibidas por diversos conceptos, bien porque reduce los tipos a aplicar, bien porque introduce un lí-

mite superior a la cuantía de las tasas, que anteriormente no tenían. Dada la fecha de entrada en vigor, esta Ley no afectó significativamente a los ingresos percibidos por la CNMV en 2005. En el ejercicio 2006 se espera que se produzca una reducción de los ingresos por la aplicación de esta Ley que se puede cifrar en no menos de 10 millones de euros.

Aspectos organizativos,
económicos e institucionales
Gestión económica

Ingresos por tasas en la CNMV

CUADRO 16.1

Importes en miles de euros			
Actividad o servicio	2004	2005	% var 05/04
Inscripción de folletos y entidades	12.370,0	14.360,5	16,1
Inscripción de folletos	11.536,8	13.201,4	14,4
Folletos de emisión	5.999,5	5.912,2	-1,5
Folletos de admisión a bolsa	108,6	545,7	402,5
Verificación requisitos de admisión AIAF	5.428,7	6.743,5	24,2
Inscripción de entidades	631,8	572,8	-9,3
Autorización de OPA	201,5	586,3	191,0
Supervisión de mercados	19.856,2	25.123,2	26,5
Actividad de miembro de AIAF	133,1	157,1	18,0
Actividad de participante en Iberclear	14.871,1	18.858,6	26,8
Actividad de miembro de bolsa	4.595,5	5.787,0	25,9
Actividad de miembros de MEFF RF	3,4	3,0	-11,8
Actividad de miembros de MEFF RV	252,4	316,6	25,4
Actividad de miembros de MFAO	0,7	0,9	28,6
Supervisión de entidades	10.899,5	12.086,0	10,9
Supervisión IIC	10.091,3	11.226,4	11,2
FIM y FIAMM	8.899,1	9.840,2	10,6
SIM y SIMCAV	1.054,7	1.172,6	11,2
Fondos de inversión inmobiliaria	135,8	209,5	54,3
Sociedades de inversión inmobiliaria	1,7	4,1	141,2
Supervisión sociedades gestoras IIC y FTH	210,4	223,8	6,4
Sociedades gestoras IIC	200,2	213,0	6,4
Sociedades gestoras fondos titulización	10,2	10,8	5,9
Supervisión ESI	597,8	635,8	6,4
Sociedades gestoras de cartera	17,1	16,0	-6,4
Sociedades y agencias de valores	580,7	619,8	6,7
Expedición de certificados	0,8	0,8	0,0
Total	43.126,6	51.570,5	19,6

Fuente: CNMV.

17 Agencia Nacional de Codificación de Valores

La CNMV ejerce las funciones de la Agencia Nacional de Codificación de Valores (ANCV), cuyo principal objetivo es administrar el Código Internacional de Identificación de Valores (ISIN)¹ y facilitar su difusión entre los usuarios. La ANCV es miembro de pleno derecho de la Asociación Internacional de Agencias Nacionales de Codificación (ANNA).

Los movimientos en la base de datos de la ANCV alcanzaron la cifra de 20.496, que supone un descenso del 2,9% con relación al año anterior. Los movimientos más significativos provinieron de las emisiones de bonos de titulización y cédulas, tanto hipotecarias como territoriales. También contribuyó el mayor volumen de contratos de opciones codificados, debido fundamentalmente a la apertura de opciones sobre algunas acciones y sobre el Ibex 35 con vencimientos superiores a un año.

Número de valores y otros instrumentos financieros codificados¹ CUADRO 17.1

	Cotizados			Total		
	2004	2005	% var 05/04	2004	2005	% var 05/04
Deuda pública ²	249	256	2,8	255	260	2,0
Renta variable ³	3.306	3.335	0,9	13.268	13.468	1,5
Obligaciones	366	372	1,6	456	465	2,0
Bonos	561	761	35,7	584	790	35,3
Cédulas	71	83	16,9	96	120	25,0
Pagarés	1.662	1.788	7,6	1.662	1.788	7,6
Warrants/Derechos	835	804	-3,7	1.028	807	-21,5
Letras del Tesoro	9	9	0,0	9	9	0,0
Opciones	1.472	1.647	11,9	1.472	1.647	11,9
Futuros	44	43	-2,3	44	43	-2,3
Total	8.575	9.098	6,1	18.874	19.397	2,8

Fuente: CNMV.

1. A 31 de diciembre. Base de datos de la ANCV. Código ISIN.
2. Excepto Letras del Tesoro.
3. Acciones, participaciones en fondos de inversión y resto renta variable.

1. International Securities Identification Numbering System.

Al finalizar el año, el número de valores y otros instrumentos financieros con código ISIN en vigor ascendía a 19.397, un 2,8% más que en el año 2004.

Por lo que respecta a las consultas atendidas por la ANCV, durante el año 2005 se ha confirmado la tendencia, observada en años anteriores, de la preferencia de los usuarios por utilizar la página web de la CNMV. Como consecuencia de ello, descendió el número de consultas atendidas directamente por la agencia.

Consultas atendidas directamente por la ANCV

CUADRO 17.2

	2004	2005	% var 05/04
Códigos nacionales	784	636	-18,9
Códigos extranjeros	378	280	-25,9
Total	1.162	916	-21,2

Fuente: CNMV.

Por último, cabe destacar la autorización a la ANCV para asignar códigos ISIN con carácter previo a la verificación de documentación por parte de la CNMV en aquellas emisiones de valores no consideradas de oferta pública². Para ello la entidad debe solicitar el código ISIN por escrito, aportando la documentación necesaria de la emisión para poder identificarla y de este modo llevar a cabo una adecuada codificación.

2. En el Real Decreto 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso de la productividad y la mejora de la contratación pública. Las emisiones de oferta pública se encuentran definidas en el artículo 30 bis de la LMV.

18 Comité Consultivo de la CNMV

El Comité Consultivo de la CNMV es el órgano de asesoramiento de su Consejo. Su informe resulta preceptivo con carácter previo 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 y revocación 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 Ministro de Economía.

El Comité está integrado por representantes de los emisores, de los inversores, de los mercados y de las Comunidades Autónomas con competencias en materia de mercado de valores¹. La presidencia del Comité corresponde al Vicepresidente de la CNMV, que no dispone de voto.

Durante 2005, el Comité mantuvo diez reuniones en las que, con carácter preceptivo, se debatieron materias relacionadas con los proyectos de regulación, sanciones y operaciones societarias y de sucursales de ESI. En los aspectos de regulación el Comité Consultivo se pronunció sobre:

- La Circular 1/2005, de 1 de abril, de la CNMV sobre modelos de información pública periódica de las entidades con valores admitidos a negociación.
- La Circular 2/2005, de 21 de abril, de la CNMV sobre el Informe Anual de Gobierno Corporativo y otra información de las cajas de ahorros con valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores.

1. Véase Anexos Organización CNMV.

- El Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, sobre admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos².
- La Orden Ministerial EHA/3537/2005, de 10 de noviembre, sobre emisiones³.
- El Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, sobre abuso de mercado⁴.
- El Real Decreto 1332/2005, de 11 de noviembre, sobre conglomerados financieros.
- El Anteproyecto de Ley sobre comercialización a distancia de servicios financieros⁵.

En cuanto a las sanciones, el Comité emitió su opinión sobre siete expedientes sancionadores, por infracciones muy graves, tanto de entidades como de personas físicas (ver capítulo 13).

Sobre las operaciones societarias y de sucursales de ESI, el Comité analizó quince autorizaciones de diverso contenido sobre modificaciones o transformaciones de ESI (ver capítulo 7).

La CNMV, con el fin de promover una mayor participación del sector, ha decidido potenciar al Comité Consultivo no sólo como órgano de asesoramiento del Consejo de la CNMV en la materias previstas en Ley, sino también en otras cuestiones relacionadas con el ámbito internacional y el funcionamiento de los mercados. En concreto, en 2005 el Comité abordó las siguientes cuestiones:

- Dos propuestas del CESR para el asesoramiento a la Comisión Europea sobre medidas de desarrollo de la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros.
- Dos propuestas, también del CESR, sobre activos aptos para la inversión de IIC.
- Diversos informes: sobre la adaptación de emisiones a la Directiva de Folletos, a propuesta de la CNMV y AIAF; sobre el primer informe trimestral de la CNMV relativo a las consultas y reclamaciones efectuadas; y sobre un posible caso de manipulación de mercado. En este último informe se puso de manifiesto la dificultad de establecer criterios sancionadores claros y objetivos sobre este tipo de casos.

2. Este Real Decreto desarrolla la LMV y tiene como objetivo mejorar la protección al inversor e impulsar la eficiencia en los mercados de valores.

3. Desarrolla el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre.

4. Este Real Decreto desarrolla la LMV y transpone al derecho nacional diversas Directivas Europeas de segundo nivel en lo relativo a información privilegiada y manipulación de cotizaciones.

5. Este anteproyecto de Ley es necesario para la transposición de la Directiva Comunitaria de la misma denominación en la que se establecen determinadas salvaguardas para la protección de inversores.

V Informe del Órgano de Control Interno



**INFORME DE CONTROL RELATIVO A LA ADECUACIÓN DE LAS
DECISIONES ADOPTADAS POR LOS ORGANOS DE GOBIERNO DE LA
CNMV A LA NORMATIVA PROCEDIMENTAL APLICABLE A CADA CASO
(Disposición Adicional Segunda de la Ley 44/2002).- Ejercicio 2005**

I.- INTRODUCCION.

La Dirección de Control Interno de la Comisión Nacional del Mercado de Valores ha realizado el Control relativo a la adecuación de las decisiones adoptadas por los órganos de gobierno a la normativa procedimental aplicable a cada caso, en desarrollo del Plan de Actuación de Control Interno aprobado por el Consejo de la Comisión en su sesión de 20 de diciembre de 2005, con el que se da cumplimiento a la Disposición Adicional Segunda de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (BOE de 23 de noviembre).

El desarrollo de los trabajos se ha adaptado, a las Normas Internacionales para el Ejercicio Profesional de la Auditoría Interna del IIA (the Institute of Internal Auditors), como establecen las Normas de Auditoría Interna para la CNMV aprobadas por acuerdo del Consejo de 28 de diciembre de 2004.

El informe se elevó al Comité Ejecutivo en cumplimiento de la norma 11.4 de las Normas de Auditoría Interna para la CNMV, con fecha 23 de marzo de 2005. Una vez transcurrido el plazo de observaciones, se emite informe definitivo.

II. OBJETIVO Y ALCANCE DEL TRABAJO.

El objetivo del presente trabajo es comprobar la adaptación a la normativa procedimental aplicable en la adopción de las decisiones de los órganos de gobierno de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, durante el ejercicio 2005.

Las normas específicas aplicables a los procedimientos de la CNMV eran las siguientes:

- Ley del Mercado de Valores. (24/1998, de 28 de julio).
- Reglamento de Régimen Interior de la CNMV. (RRI).
- Procedimientos Internos de funcionamiento de la CNMV en los términos de los artículos 38, 39 y 40 del RRI.

Además se han tenido en cuenta los Acuerdos sobre delegación de competencias a favor del Presidente, el Vicepresidente y el Comité Ejecutivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de 14 de diciembre de 2004 y 21 de abril de 2005.

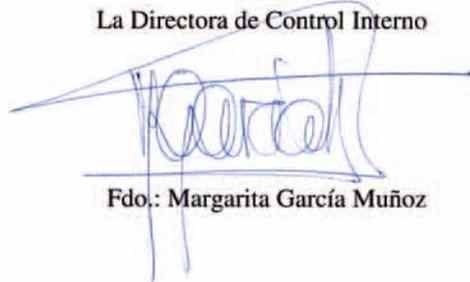
En el desarrollo de los trabajos no se han producido limitaciones al alcance.

III. OPINIÓN.

En nuestra opinión, una vez realizados los trabajos de auditoría, se puede concluir que, durante el año 2005 los órganos de gobierno de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en el ámbito de la supervisión encomendada por la Ley del Mercado de Valores y demás normativa, han cumplido los requisitos establecidos en la legislación vigente, tanto en aspectos de procedimiento como de competencia, aplicables a cada caso.

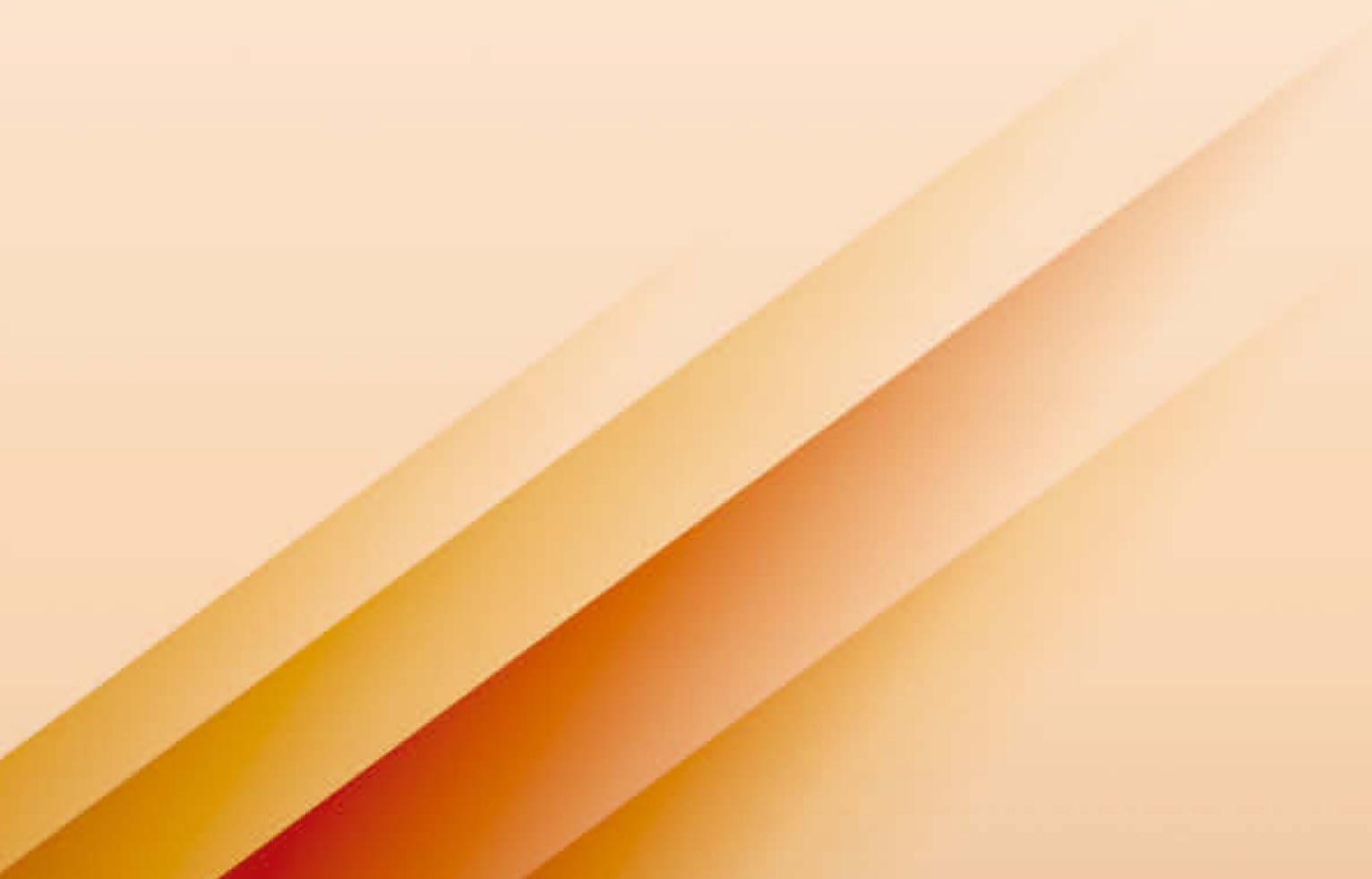
Madrid, 10 de abril de 2006

La Directora de Control Interno



Fdo.: Margarita García Muñoz

VI Cuentas de la CNMV



1 Resumen de las cuentas anuales. Ejercicio 2005

1.1 Balance (continuación)

Importes en euros

Nº cuentas	Pasivo	Ejercicio 2005	Ejercicio 2004
A) Fondos propios		129.885.020,05	119.369.080,96
	I. Patrimonio	5.358.108,09	5.357.639,39
100	Patrimonio propio	4.204.102,67	4.204.102,67
101,103	Patrimonio recibido en adscripción o cesión	1.194.338,74	1.194.338,74
(107),(108)	Patrimonio entregado en adscripción o cesión	-40.333,32	-40.802,02
(109)	Patrimonio entregado al uso general		
11	II. Reservas	80.766.756,46	80.766.756,46
120,(121)	III. Resultados de ejercicios anteriores	19.302.416,95	13.942.268,16
129	IV. Resultados del ejercicio	24.457.738,55	19.302.416,95
14	B) Provisiones para riesgos y gastos	1.472.621,65	1.454.148,42
C) Acreedores a largo plazo			
15	I. Emisiones de obligaciones y otros valores negociables		
17,18	II. Otras deudas a largo plazo		
259	III. Desembolsos pendientes sobre acciones no exigidos		
D) Acreedores a corto plazo		3.402.911,90	2.666.877,48
50	I. Emisiones de obligaciones y otros valores negociables		
520,526	II. Deudas con entidades de crédito		
42,45,47, 521,523, 527, 528, 529,55, 56	III. Acreedores	3.402.911,90	2.666.877,48
485,585	IV. Ajustes por periodificación		
Total general (A+B+C+D)		134.760.553,60	123.490.106,86

1.2 Cuenta del resultado económico patrimonial

Importes en euros

Nº Cuentas	Debe	Ejercicio 2005	Ejercicio 2004
	A) Gastos	29.883.374,32	28.368.508,77
71	1. Reducción de existencias de productos terminados y en curso de fabricación		
60,61	2. Aprovisionamientos		
	3. Gastos de funcionamiento de los servicios y prestaciones sociales	29.289.251,08	27.216.540,79
64	- Gastos de personal y prestaciones sociales	19.827.730,36	18.439.846,82
68	- Dotaciones para amortizaciones de inmovilizado	976.096,64	905.559,84
675,69,(793),(794) (796),(798),(799)	- Variación de provisiones y pérdidas de créditos incobrables	10.978,32	10.375,83
62,63,676	- Otros gastos de gestión	8.462.123,59	7.854.495,56
66	- Gastos financieros, diferencias negativas de cambio y otros gastos asimilables	12.322,17	6.262,74
	4. Transferencias y subvenciones	398.755,08	383.109,53
650,651	- Transferencias y subvenciones corrientes	398.755,08	383.109,53
655,656	- Transferencias y subvenciones de capital		
670,671,674, 678,679	5. Pérdidas y gastos extraordinarios	195.368,16	768.858,45
	Ahorro	24.457.738,55	19.302.416,95

1.2 Cuenta del resultado económico patrimonial (continuación)

Importes en euros

Nº Cuentas	Haber	Ejercicio 2005	Ejercicio 2004
	B) Ingresos	54.341.112,87	47.670.925,72
70,741,742	1. Ventas y prestaciones de servicios		
71	2. Aumento de existencias de productos terminados y en curso de fabricación		
	3. Ingresos de gestión ordinaria	51.570.524,99	43.126.586,07
740,744	- Ingresos tributarios	51.570.524,99	43.126.586,07
729	- Cotizaciones sociales		
	4. Otros ingresos de gestión ordinaria	2.755.119,46	2.641.263,59
76	- Ingresos financieros, diferencias positivas de cambio y otros ingresos asimilables	1.947.693,76	1.980.964,30
773,775,776,777,78,790	- Otros ingresos de gestión	807.425,70	660.299,29
	5. Transferencias y subvenciones		
750,751	- Transferencias y subvenciones corrientes		
755,756	- Transferencias y subvenciones de capital		
770,771,774,778,779	6. Ganancias e ingresos extraordinarios	15.468,42	1.903.076,06
	Desahorro		

1.3 Cuadro de financiación. Fondos aplicados y fondos obtenidos

Importes en euros

Fondos aplicados	Ejercicio 2005	Ejercicio 2004
1. Recursos aplicados en operaciones de gestión	28.457.973,64	26.698.030,62
c) Servicios exteriores	8.433.158,13	7.775.843,53
d) Tributos	18.274,48	37.366,59
e) Gastos de personal	19.508.448,45	18.326.836,98
g) Transferencias y subvenciones	398.755,08	383.109,53
h) Gastos financieros	12.322,17	6.262,74
i) Otras pérdidas de gestión corriente y gastos excepcionales	76.037,01	158.235,42
j) Dotación provisiones de activos circulantes	10.978,32	10.375,83
4. Adquisiciones y otras altas del inmovilizado	1.047.525,92	858.158,23
b) I. Inmateriales	672.010,73	523.436,19
c) I. Materiales	375.515,19	334.722,04
5. Disminuciones directas del patrimonio	13.942.268,16	3.101,33
b) En cesión	0,00	3.101,33
c) Entregado al uso general.	13.942.268,16	0,00
7. Provisiones por riesgos y gastos	323.117,73	52.211,90
Total aplicaciones	43.770.885,45	27.611.502,08
Exceso de orígenes s/aplicaciones (aumento de capital circulante)	10.583.536,43	18.180.407,75

1.4 Cuadro de financiación. Variación de capital circulante

Importes en euros

Variación de capital circulante (resumen)	Ejercicio 2005		Ejercicio 2004	
	Aumentos	Disminuciones	Aumentos	Disminuciones
2. Deudores	464.198,68	0,00	5.588.240,35	0,00
a) Deudores derivados de la actividad	464.008,83	0,00	5.588.240,35	0,00
b) Otros deudores	189,85	0,00	0,00	0,00
3. Acreedores	0,00	685.767,69	0,00	148.433,59
a) Acreedores derivados de la actividad	0,00	550.522,27	0,00	78.372,29
b) Otros acreedores	0,00	135.245,42	0,00	70.061,30
4. Inversiones financieras temporales	7.458.064,67	0,00	7.281.868,62	0,00
6. Otras cuentas no bancarias	544.962,83	0,00	6.923.015,99	0,00
7. Tesorería	2.765.773,31	1.006,75	3.268,07	1.470.596,68
a) Caja	0,00	1.006,75	3.268,07	0,00
c) Otros bancos e instituciones de crédito	2.765.773,31	0,00	0,00	1.470.596,68
8. Ajustes por periodificación	37.311,38	0,00	3.044,99	0,00
Total	11.270.310,87	686.774,44	19.799.438,02	1.619.030,27
Variación del capital circulante	10.583.536,43	0,00	18.180.407,75	0,00

2 Informe de auditoría de la intervención general de la Administración del Estado



MINISTERIO
DE ECONOMIA
Y HACIENDA

SECRETARÍA DE ESTADO DE
HACIENDA Y PRESUPUESTOS

INTERVENCIÓN GENERAL DE LA
ADMINISTRACIÓN DEL ESTADO



INFORME DE AUDITORÍA DE CUENTAS
DE LA
COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES
(CNMV)

(Ejercicio 2005)

MARIA DE MOLINA Nº 50
28071 MADRID
TEL: 91.536.70.40
FAX: 91.536.76.26



ÍNDICE

	<u>Página</u>
I.- INTRODUCCIÓN.....	3
II.- OBJETIVOS Y ALCANCE DEL TRABAJO	4
III.- OPINIÓN.....	6
ANEXO: CUENTAS ANUALES DE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV) CORRESPONDIENTES AL EJERCICIO 2005	



I.- INTRODUCCIÓN

La Intervención General de la Administración del Estado, a través de la Oficina Nacional de Auditoría en uso de las competencias que le atribuye el artículo 168 de la Ley General Presupuestaria ha realizado el presente informe de auditoría de cuentas.

Las cuentas anuales a las que se refiere el presente informe fueron formuladas por la CNMV el día 27 de marzo de 2006 y fueron puestas a disposición de esta Oficina Nacional de Auditoría con fecha 29 de marzo de 2006.

Nuestro trabajo se ha realizado de acuerdo con las Normas de Auditoría del Sector Público.



II.- OBJETIVOS Y ALCANCE DEL TRABAJO

El objetivo de nuestro trabajo es comprobar si las cuentas anuales examinadas representan en todos sus aspectos significativos la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados de la entidad de acuerdo con las normas y principios contables y presupuestarios que son de aplicación y contienen la información necesaria para su interpretación y comprensión adecuada.

Nuestro examen comprende, el Balance de Situación a 31 de diciembre de 2005, la Cuenta del Resultado Económico-Patrimonial y la Memoria correspondientes al ejercicio anual terminado en dicha fecha.

De acuerdo con la legislación vigente se presentan a efectos comparativos, con cada una de las partidas del Balance de Situación y de la Cuenta del Resultado Económico-Patrimonial, además de las cifras del ejercicio 2005, las correspondientes al ejercicio anterior. Nuestra opinión se refiere exclusivamente a las cuentas del ejercicio 2005. Con fecha de 9 de junio de 2005, esta Oficina Nacional de Auditoría emitió un informe de auditoría de las cuentas anuales del ejercicio 2004, en el que expresó una opinión favorable.

En el desarrollo del trabajo no ha existido ninguna limitación en la aplicación de las normas y procedimientos de auditoría.



MINISTERIO DE
ECONOMÍA Y HACIENDA

INTERVENCIÓN GENERAL DE LA
ADMINISTRACIÓN DEL ESTADO

III.- OPINIÓN

En nuestra opinión, las cuentas anuales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) correspondientes al ejercicio 2005, representan en todos sus aspectos significativos la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados de la entidad y contienen la información necesaria para su interpretación y comprensión adecuada, de conformidad con las normas y principios contables y presupuestarios que son de aplicación.

Madrid, 5 de mayo de 2006

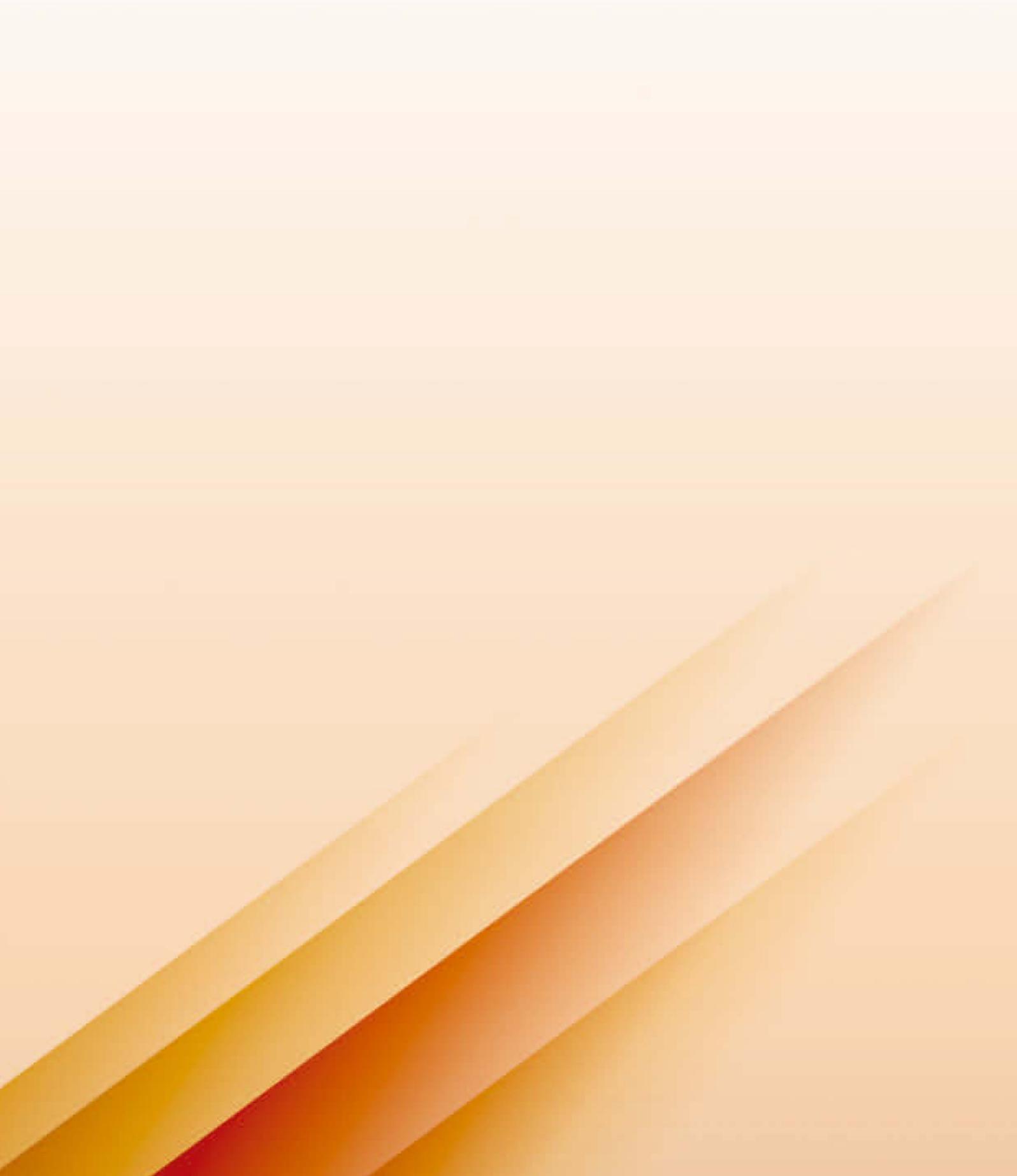
La Auditora Nacional Directora de Área,

Fdo.: María Jesús Piñón Gorricho

El Jefe de División de Control Financiero
y Auditoría del Sector Público Estatal,

Fdo.: Alberto Girón González

Anexos



Anexos estadísticos I

Indicadores de la economía internacional

1.1

	PIB ¹			Demanda interna ²			Tasa de paro ³		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005
OCDE	2,0	3,3	2,7	2,1	3,3	2,9	7,1	6,9	6,6
EEUU	2,7	4,2	3,5	3,2	5,0	3,8	6,0	5,5	5,1
Japón	1,8	2,3	2,7	1,2	1,5	2,5	5,2	4,7	4,4
Área euro	0,7	1,8	1,4	1,3	1,8	1,6	8,7	8,9	8,6
Alemania	-0,2	1,1	1,1	0,5	0,0	0,3	10,5	10,6	11,7
España	3,0	3,1	3,4	3,8	4,9	5,3	11,5	11,0	9,2
Francia	0,9	2,1	1,4	1,8	3,1	2,4	9,9	10,0	9,9
Italia	0,1	0,9	0,1	0,9	0,7	0,4	8,4	8,0	7,7
Reino Unido	2,5	3,1	1,8	2,7	3,9	1,9	3,0	2,7	2,8
Latinoamérica y Caribe	2,0	5,9	4,3	—	—	—	10,9	10,3	9,3

	Inflación ⁴			Saldo presupuestario ⁵			Saldo cuenta corriente ⁵		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005
OCDE	2,5	2,5	2,7	-4,0	-3,6	-3,2	-1,1	-1,3	-1,8
EEUU	2,3	2,7	3,4	-5,0	-4,7	-3,7	-4,7	-5,7	-6,5
Japón	-0,3	0,0	-0,3	-7,7	-6,5	-6,5	3,2	3,7	3,4
Área euro	2,1	2,1	2,2	-3,0	-2,7	-2,9	0,3	0,5	-0,2
Alemania	1,0	1,7	2,0	-4,0	-3,7	-3,9	2,2	3,8	4,0
España	3,0	3,0	3,4	0,0	-0,1	1,1	-3,5	-5,2	-7,7
Francia	2,1	2,2	1,7	-4,2	-3,6	-3,2	0,4	-0,4	-2,0
Italia	2,7	2,2	2,0	-3,3	-3,3	-4,3	-1,3	-0,9	-1,4
Reino Unido	1,4	1,3	2,0	-3,3	-3,2	-3,1	-2,1	-3,0	-3,9
Latinoamérica y Caribe	8,5	7,4	6,3	-3,0	-1,8	-1,7	0,5	0,9	1,3

Fuentes: Ministerio de Economía y Hacienda, OCDE Economic Outlook No. 78 y CEPAL.

1. Tasa de variación anual en términos reales (%).
2. Contribución al crecimiento anual en puntos porcentuales (%).
3. Promedio anual (% sobre población activa).
4. Índices de precios al consumo. Tasa de variación interanual media.
5. Superávit (+) o déficit (-) sobre PIB (%).

Composición del activo financiero de los hogares¹ (%)

1.2

Importes en millones de euros

	Saldo	Efectivo y depósitos	Valores de renta fija	Acciones	Fondos y socied. de inversión	Reservas técnicas de seguros	Otros
1997	793.913	40,9	2,8	23,9	17,8	11,3	3,3
1998	934.660	35,8	2,5	28,6	18,8	11,1	3,2
1999	1.028.234	36,5	2,3	29,3	16,7	12,0	3,2
2000	1.046.774	39,8	2,5	26,4	13,7	13,9	3,6
2001	1.107.311	40,2	2,2	26,9	12,8	14,5	3,3
2002	1.083.945	43,6	2,4	21,7	12,4	16,1	3,8
2003	1.242.683	40,1	3,1	25,3	12,6	15,4	3,6
2004	1.359.943	39,9	3,0	25,0	13,2	15,2	3,6
2005 ²	1.484.815	39,0	3,3	25,7	13,5	14,9	3,7

Promemoria: descomposición de la variación del valor de la cartera entre dic-04 y sep-05

Variación, %	9,2	6,6	17,1	12,2	11,8	6,6	11,3
Variación valor absoluto	124.872	35.828	7.085	41.566	21.143	13.665	5.584
- adquisición de activos	69.408	35.596	2.669	123	14.366	11.069	5.585
- efecto precio aproximado	55.464	232	4.416	41.444	6.777	2.596	-1

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

1. Incluye a las instituciones privadas sin ánimo de lucro.

2. Datos para los tres primeros trimestres de 2005.

Composición del activo financiero de los no residentes

1.3

Importes en millones de euros

	Saldo	Efectivo y depósitos	Renta Fija	Préstamos	Acciones	Fondos de Inversión	Otros
1997	441.623	123.704	83.870	47.160	154.998	2.419	29.472
1998	542.146	151.357	95.566	55.821	202.765	3.817	32.820
1999	677.016	186.044	125.537	77.731	247.661	4.008	36.034
2000	832.624	230.571	167.051	103.081	286.030	3.354	42.537
2001	928.193	251.683	191.874	133.680	304.554	3.092	43.309
2002	999.946	267.988	229.458	153.933	297.287	6.726	44.555
2003	1.150.847	311.807	261.901	183.565	340.274	7.242	46.060
2004	1.335.907	320.916	372.264	197.403	387.489	7.895	49.939
2005 ¹	1.537.671	361.096	478.973	215.798	420.009	4.577	57.219

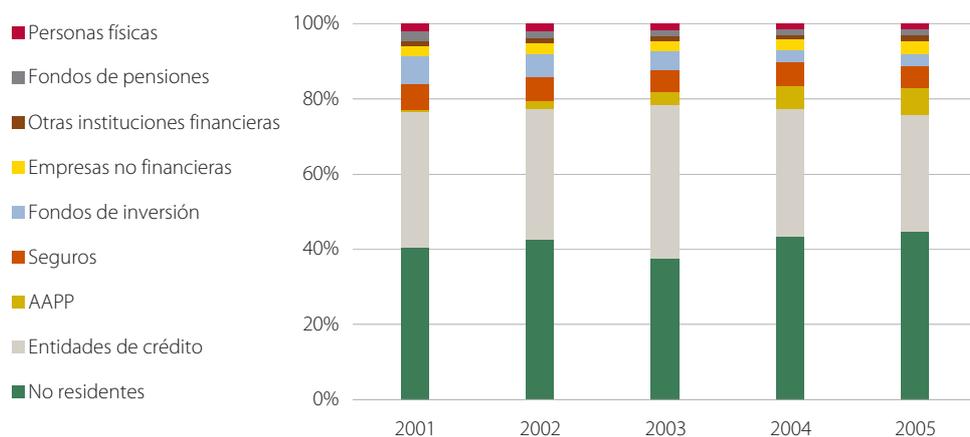
Fuente: Banco de España, "Cuentas financieras de la economía española" y elaboración propia.

1. Datos para los tres primeros trimestres de 2005.

Saldo de deuda pública por tenedores

1.4

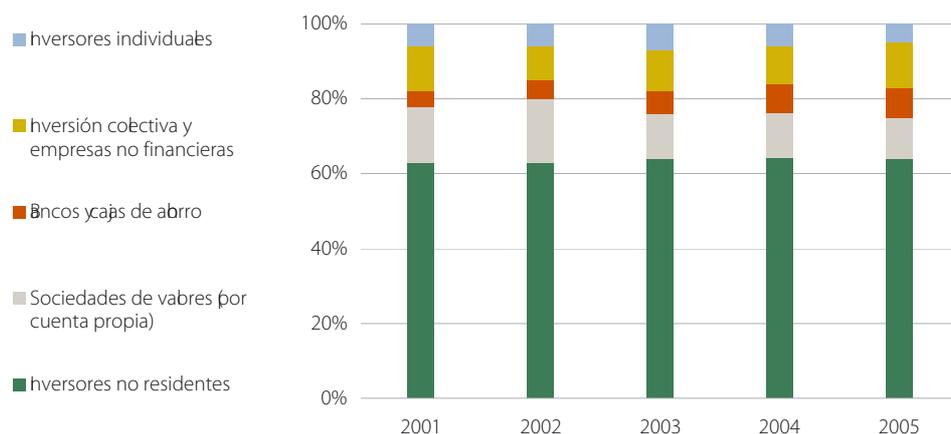
Anexos
Anexos estadísticos I



Fuente: Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

Transacciones bursátiles por agentes

1.5



Fuente: Bolsas y Mercados Españoles.

Importes en millones de euros

Sector	2003 PGCA ¹	2004 PGCA ¹	2004 NIIF	% var 2004 ²	2005 NIIF	% var 05/04
Petróleo y energía	9.805	10.719	11.251	5,0	16.708	48,5
Mater. básicos, industr. y construcc.	2.998	4.455	4.002	-10,2	4.716	17,9
Bienes de consumo	1.527	1.835	2.308	25,8	2.646	14,6
Servicios de consumo	871	2.200	1.816	-17,5	2.739	50,8
Servicios financieros e inmobiliarios	12.097	13.574	13.545	-0,2	20.297	49,9
Tecnología y telecomunicaciones	5.718	7.039	7.540	7,1	9.636	27,8
Total índice	33.015	39.822	40.461	1,6	56.741	40,2
Pro memoria: Ibex 35 ³	28.949	34.611	35.107	1,4	49.547	41,1

Fuente: Bolsas y Mercados Españoles y elaboración propia.

1. Principios de contabilidad y normas de valoración y presentación generalmente aceptados en España.
2. Variación porcentual de los resultados en 2004 según las NIIF y en 2004 según la normativa española.
3. Resultados de las empresas componentes del índice al cierre del año. No incluye Arcelor por no ser una emisora española.

Importes en millones de euros

Emisor	Importe efectivo	Instrumento	Fecha registro
Fersa Energías Renovables	15	Ampliación no liberada	13-01-05
Avanzit	60,9	Ampliación no liberada	27-01-05
Dinamia Capital Privado	0	Ampliación liberada	10-02-05
Banco de la Pequeña y Mediana Empresa	15	Ampliación no liberada	17-02-05
Banco Popular Español	792,9	Ampliación no liberada	14-03-05
Banco Guipuzcoano	49,9	Ampliación no liberada	05-05-05
Metrovacesa	0	Ampliación liberada	05-05-05
Banco de Valencia	0	Ampliación liberada	13-05-05
Fadesa Inmobiliaria	25,6	Ampliación no liberada	13-05-05
Faes Farma	0	Ampliación liberada	19-05-05
Sogecable	185	Ampliación no liberada	20-05-05
Papeles y Cartones de Europa	32,9	Ampliación no liberada	31-05-05
EADS	38,2	Ampliación no liberada	07-06-05
Sos Cuetara	120,2	Ampliación no liberada	10-06-05
Ercros	126,3	Ampliación no liberada	16-06-05
Metrovacesa	1.000,3	Ampliación no liberada	16-06-05
Sacyr Vallehermoso	0	Ampliación liberada	23-06-05
Corporación Dermoestética	54,7	Conjuntamente, OPS y OPV	28-06-05
Zardoya Otis	0	Ampliación liberada	28-06-05
Natraceutical	40,1	Ampliación no liberada	07-07-05
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria ¹	0	Ampliación no liberada	21-07-05
Tecnocom, Telecomunicaciones y Energía	8,3	Ampliación no liberada	14-09-05
Dinamia Capital Privado	44,9	Ampliación no liberada	27-10-05
Natra	40,2	Ampliación no liberada	02-11-05
La Seda de Barcelona	72,7	Ampliación no liberada	04-11-05
Grupo Empresarial Ence	135,0	Ampliación no liberada	08-11-05

Fuente: CNMV.

1. El Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, registró en la CNMV una ampliación por un importe efectivo de 6.692,3 millones de euros que no llegó a hacer efectivo.

Sociedad	Mercado ¹	Motivo. Procedimiento	Fecha
Global Steel Wire	SIBE	Al haberse liquidado la Oferta Pública de Adquisición formulada por la propia sociedad de acuerdo con lo previsto en el artículo 7º.4 del RD 1197/1991.	03/06/05
Terra Networks	SIBE	Por fusión. Técnica.	18/07/05
Recoletos Grupo de Comunicación	SIBE	A solicitud de la propia entidad emisora. Procedimiento intermedio.	04/08/05
Volkswagen Aktiengesellschaft	SIBE	A solicitud de la propia entidad emisora. Sigue cotizando en su mercado de origen.	08/08/05
Aldeasa	SIBE	A solicitud de la propia entidad emisora. Procedimiento intermedio.	13/12/05
Amadeus Global Travel Distr.	SIBE	A solicitud de la propia entidad emisora. Procedimiento intermedio.	16/12/05
Terrena	Corros	A solicitud de la propia entidad emisora. Procedimiento intermedio.	01/04/05
Banco Vitalicio de España	Corros	A solicitud de la propia entidad emisora. Procedimiento intermedio.	10/08/05
Minero Siderúrgica de Ponferrada	Corros	A solicitud de la propia entidad emisora. Procedimiento intermedio.	06/10/05
Fibur 3000 de Inversiones	Corros, IIC	Por baja en el Registro Administrativo de IIC. Técnica.	03/02/05
Inversiones Inverarte	Corros, IIC	Por liquidación de la empresa y baja en el Registro Administrativo de IIC. Técnica.	09/02/05
Inversiones Leal	Corros, IIC	Por liquidación de la empresa y baja en el Registro Administrativo de IIC. Técnica.	18/03/05
Livorno Inversiones	Corros, IIC	Por baja en el Registro Administrativo de IIC. Técnica.	23/03/05
Finanzas	Corros, IIC	Por baja en el Registro Administrativo de IIC. Técnica.	29/03/05
Azevrec	Corros, IIC	A solicitud de la propia entidad emisora. Técnica.	30/03/05
Bankinter de Inversiones	Corros, IIC	A solicitud de la propia entidad emisora. Por disolución.	19/04/05
Bífero	Corros, IIC	Por baja en el Registro Administrativo de IIC. Técnica.	11/05/05
Infiper Valores	Corros, IIC	Por baja en el Registro Administrativo de IIC. Técnica.	11/05/05
Cignus Valores	Corros, IIC	A solicitud de la propia entidad emisora. Técnica.	31/05/05
Hercasol	Corros, IIC	Baja en Valencia, continúa en Barcelona.	17/05/05
Inversions Tona 2000	Corros, IIC	Por baja en el Registro Administrativo de IIC. Transformación en sociedad limitada. Técnica.	24/06/05
Fontecilla	Corros, IIC	Por baja en el Registro Administrativo de IIC. Técnica.	06/06/05
Valores Madrid	Corros, IIC	Por baja en el Registro Administrativo de IIC. Técnica.	06/06/05
Eurotítulos	Corros, IIC	Por baja en el Registro Administrativo de IIC. Técnica.	17/06/05
Terra Finance	Corros, IIC	Por baja en el Registro Administrativo de IIC. Transformación en S.A. Ordinaria.	11/07/05
Inversiones Verfani	Corros, IIC	Por liquidación de la empresa. Por baja en el Registro Administrativo de IIC. Técnica.	18/08/05
Zeleste 4	Corros, IIC	Por acuerdo para liquidar y disolver la sociedad. Técnica.	19/09/05
Socyam	Corros, IIC	Disolución de la SICAV. Técnica.	20/09/05

Sociedades excluidas de cotización bursátil en 2005 (Continuación)

1.8

Sociedad	Mercado¹	Motivo. Procedimiento	Fecha
Zawazky de Inversiones	Corros, IIC	Por fusión. Técnica.	21/09/05
Galafate Inversiones	Corros, IIC	Por baja en el Registro Administrativo de IIC. Técnica.	21/09/05
Inversiones Habana 2000	Corros, IIC	Por baja en el Registro Administrativo de IIC. Técnica.	21/09/05
Elyob Cartera	Corros, IIC	Transformación en sociedad limitada. Técnica.	22/09/05
Cartera Cabrera	Corros, IIC	Por fusión. Técnica.	07/10/05
Gesamer Inversiones	Corros, IIC	Por baja en el Registro Administrativo de IIC. Técnica.	21/10/05
Rasal Cartera	Corros, IIC	Por baja en el Registro Administrativo de IIC. Técnica.	24/10/05
Mobinversora	Corros, IIC	Por baja en el Registro Administrativo de IIC. Técnica.	09/11/05
Inversiones institucionales	Corros, IIC	Por baja en el Registro Administrativo de IIC. Transformación en sociedad limitada. Técnica.	22/11/02
Cartera Delhi	Corros, IIC	Por fusión. Técnica.	29/11/05
Cartera Delfi 2	Corros, IIC	Por fusión. Técnica.	29/11/05
Inmo Dealer	2º mercado	A solicitud de la propia entidad emisora. Excluida por la Generalidad Valenciana.	22/07/05
Barcelonesa de Inversiones Mobiliarias	2º mercado	A solicitud de la propia entidad emisora. Excluida por la Generalidad de Cataluña.	19/10/05
Ramón Ventula	2º mercado	La sociedad transforma las acciones en títulos nominativos. Acuerdo por unanimidad de los accionistas. Excluida por la Generalidad de Cataluña.	09/12/05
Inmocahispa	2º mercado	A solicitud de la propia entidad emisora. Excluida por la Generalidad de Cataluña.	14/12/05

Fuente: CNMV.

1. En el caso de que la empresa sea una institución de inversión colectiva, se incluye dicha información en la columna.

% sobre el periodo anterior

	2002	2003	2004	2005	1.Trim.	2.Trim.	3.Trim.	4.Trim.
Bolsa de Madrid								
Petróleo y energía	-20,5	25,0	20,1	28,0	5,2	9,1	14,6	-2,7
Mat. Básicos, Industria y Construcción	-4,1	26,9	28,7	43,4	10,1	18,1	13,9	-3,2
Bienes de Consumo	3,1	-7,9	34,7	24,2	5,2	2,5	9,3	5,4
Servicios de Consumo	-22,7	40,0	34,3	21,2	6,3	7,4	6,5	-0,3
Servicios Financieros e Inmobiliarios	-24,4	30,5	8,9	22,7	2,8	4,1	12,3	2,0
Tecnología y Telecomunicaciones	-41,4	40,6	18,4	-6,6	-1,8	0,7	1,4	-6,9
Índ. Gral Bolsa de Madrid	-23,1	27,4	18,7	20,6	3,7	6,2	10,5	-0,9
Bolsa de Barcelona								
Eléctricas	-27,1	29,4	17,1	29,9	4,9	10,5	10,9	1,1
Bancos	-29,4	31,1	5,7	19,4	1,0	2,0	13,1	2,5
Químicas	-21,6	23,1	23,4	29,1	7,4	3,4	26,8	-8,3
Cementos, construcción e inmobiliario.	8,6	20,9	29,9	56,9	13,5	24,3	16,2	-4,3
Metalúrgica	-8,2	13,4	28,5	17,7	3,6	-0,3	11,3	2,3
Alimentación, agrícola y forestal	-4,3	30,4	27,8	35,6	18,5	11,5	5,7	-3,0
Textil y papelera	-6,7	24,8	33,2	32,5	6,5	-3,2	15,8	11,0
Comercio y finanzas	-7,8	-16,5	33,6	26,7	14,1	2,2	11,3	-2,4
Servicios diversos	-39,3	39,1	23,0	-2,2	2,2	-0,9	1,9	-5,2
Índ. Gral Bolsa de Barcelona	-31,2	32,0	17,6	12,7	2,2	2,8	9,2	-1,8

Fuente: Bolsas y Mercados Españoles.

Nº de empresas necesarias para alcanzar un determinado porcentaje

Sector	2003				2004			
	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	2	11	1	1	2	10
Cementos y mat. Construcción	1	2	3	6	1	2	3	6
Químicas	1	1	1	4	1	1	1	4
Textil y papeleras	1	1	1	20	1	1	1	20
Metal-mecánica	1	1	2	17	1	1	1	14
Alimentación	1	1	3	19	1	1	4	18
Construcción	2	3	4	7	1	3	4	7
Inmobiliarias	2	3	5	31	2	3	5	30
Transportes y comunicaciones	1	1	2	9	1	1	2	9
Otros no financieros	3	5	9	24	2	4	7	22
Bancos	1	2	3	15	1	2	3	15
Seguros	1	1	2	3	1	1	2	2
Sociedades de cartera	1	1	2	18	1	1	2	15
SICAV	23	225	904	3.087	26	232	920	3.112
Entidades de financiación	0	0	0	0	1	1	1	1

Fuente: CNMV.

1. Se incluye únicamente la capitalización de empresas que hayan tenido negociación durante el año. No incluye Latibex.

Porcentaje de la capitalización por sectores y mayores empresas respecto al conjunto del mercado¹

I.11

Sector	% Sector/ Mercado ²	Empresas de mayor capitalización del sector ³	% Empresa/ Mercado ⁴
0. Petróleo	6,2	Repsol YPF	4,6
		CEPSA	1,6
1. Energía y agua	11,4	Endesa	3,6
		Iberdrola	3,2
		Gas Natural	1,6
2. Minería y metálicas básicas	2,8	Arcelor	2,1
		Acerinox	0,5
		Tubos Reunidos	0,1
3. Cementos y mat. construcción	0,6	Cementos Portland	0,3
		Cementos Molins	0,1
		Uralita	0,1
4. Químicas	3,9	Bayer Aktiengesellschaft	3,5
		Zeltia	0,2
		Faes Farma	0,1
5. Textil y papeleras	3,2	Inditex	2,6
		Grupo Empresarial Ence	0,1
		Tafisa	0,1
6. Metal-mecánica	5,4	EADS	4,1
		Zardoya Otis	0,8
		Abengoa	0,2
7. Alimentación	2,9	Altadis	1,6
		Ebro Puleva	0,3
		Sociedad Anónima Damm	0,3
8. Construcción	5,6	ACS	1,5
		Grupo Ferrovial	1,2
		FCC	1,0
9. Inmobiliarias	3,3	Metrovacesa	0,8
		Fadesa Inmobiliaria	0,5
		Inmobiliaria Colonial	0,4
10. Transportes y comunicaciones	18,5	Telefónica	9,5
		Telefónica Móviles	5,8
		Abertis Infraestructuras	1,9
11. Otros no financieros	5,2	Gestevisión Telecinco	0,8
		Sogecable	0,7
		Antena 3 Televisión	0,7
12. Bancos	24,8	Banco Santander Central Hispano	10,6
		Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	7,8
		Banco Popular Español	1,9

Porcentaje de la capitalización por sectores y mayores empresas respecto al conjunto del mercado¹ (continuación)

I.11

Sector	% Sector/ Mercado ²	Empresas de mayor capitalización del sector ³	% Empresa/ Mercado ⁴
13. Seguros	0,8	Corporación Mapfre	0,5
		Grupo Catalana de Occidente	0,3
14. Sociedades de cartera	0,4	NH Hoteles	0,2
		Dinamia Capital Privado	0,0
		Unión Europea de Inversiones	0,0
15. SICAV ⁵	5,2	Morinvest	0,2
		Keblar de Inversiones	0,2
		Alazan Inversiones 2001	0,1
16. Entidades de financiación	0,0	Agrupación Servicios Financieros	0,0

Fuente: CNMV.

1. Capitalización a final del ejercicio.
2. Porcentaje de la capitalización de las empresas de un sector respecto a la capitalización total del mercado.
3. Tres mayores empresas por capitalización de cada sector.
4. Porcentaje de la capitalización de las empresas citadas respecto a la capitalización total del mercado
5. Incluye a las sociedades de inversión mobiliaria de capital variable (SICAV) y sociedades de inversión mobiliaria (SIM).

Importes en millones de euros y porcentaje sobre el total del mercado en 2005

Empresa	Capitalización ¹			Contratación		
	2004	2005	% Total ²	2004	2005	% Total ²
Telefónica	68.688,7	62.547,6	9,7	130.822,4	160.344,6	24,8
Banco Santander Central Hispano	57.101,7	69.735,4	10,8	112.947,0	159.517,1	24,7
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	44.250,6	51.134,0	7,9	101.530,4	109.819,1	17,0
Telefónica Móviles	40.100,9	38.412,0	5,9	4.300,5	5.036,9	0,8
Repsol YPF	23.391,7	30.118,7	4,7	52.101,0	65.548,0	10,1
Endesa	18.305,8	23.525,5	3,6	34.591,2	49.031,7	7,6
Iberdrola	16.859,0	20.816,8	3,2	26.978,0	36.166,8	5,6
Inditex	13.526,3	17.172,8	2,7	9.357,4	12.574,9	1,9
Arcelor	11.292,0	13.467,2	2,1	3.159,2	4.414,0	0,7
Banco Popular Español	11.028,2	12.519,0	1,9	18.375,5	21.077,9	3,3
Gas Natural	10.191,4	10.594,4	1,6	5.169,7	5.537,0	0,9
Altadis	9.544,6	10.316,6	1,6	20.437,3	25.284,9	3,9
Abertis Infraestructuras	8.934,0	12.310,7	1,9	4.249,9	5.499,3	0,9
Banco Español de Crédito ³	7.297,4	8.769,4	1,4	1.383,9	1.763,6	0,3
ACS	5.928,3	9.601,7	1,5	7.002,3	13.581,3	2,1
Unión FENOSA	5.895,5	9.576,1	1,5	6.562,7	13.478,5	2,1
Grupo Ferrovial	5.515,2	8.205,5	1,3	4.308,2	7.065,1	1,1
Banco de Sabadell	5.263,3	6.781,0	1,0	4.545,3	4.820,0	0,7
FCC	4.626,0	6.254,2	1,0	2.565,0	3.492,5	0,5
Amadeus Global Tr. Distrib. ⁴	4.466,3	4.336,5	0,7	7.482,4	6.472,7	1,0
Acciona	4.137,1	6.002,3	0,9	3.132,2	4.421,3	0,7
Sogecable	4.115,3	4.522,5	0,7	7.758,4	7.830,4	1,2
Promotora de Informaciones	3.417,9	3.150,9	0,5	2.142,0	2.169,0	0,3
Sacyr Vallehermoso	3.233,8	5.654,1	0,9	2.180,2	3.636,6	0,6
Acerinox	3.108,4	3.189,3	0,5	5.941,2	6.548,3	1,0
Bankinter	3.011,8	3.652,0	0,6	1.994,4	2.667,6	0,4
ENAGAS	2.912,6	3.772,0	0,6	2.416,2	5.710,9	0,9
Corporación MAPFRE	2.589,7	3.332,7	0,5	2.112,1	2.887,8	0,4
Telefónica Publicidad e Inform.	2.511,4	2.588,5	0,4	2.447,1	2.438,2	0,4
Gamesa Corporación Tecnológica	2.506,0	3.007,2	0,5	4.478,6	6.427,5	1,0
Metrovacesa	2.422,7	5.221,7	0,8	2.231,6	5.161,7	0,8
Iberia Líneas Aéreas de España	2.390,5	2.159,8	0,3	4.132,9	5.500,1	0,9
Red Eléctrica de España ⁵	2.232,0	3.538,7	0,5	2.108,2	4.885,9	0,8
Indra Sistemas	1.940,8	2.413,6	0,4	2.846,4	4.453,6	0,7
NH Hoteles ³	1.166,6	1.583,8	0,2	1.418,8	2.622,5	0,4
Gestevisión Telecinco	3.744,0	5.258,4	0,8	4.825,0	7.863,5	1,2
Antena 3 Televisión ⁶	2.952,8	4.475,6	0,7	1.941,2	5.126,9	0,8
Cintra Conc. Infr. y Transp. ⁵	3.968,2	4.798,2	0,7	2.584,6	4.914,8	0,8

Fuente: CNMV.

1. Capitalización a último día del año.
2. Respecto al total del mercado.
3. Excluida del índice el 01/07/2005.

4. Excluida del índice el 28/06/2005.
5. Incluida en el índice el 01/07/2005.
6. Incluida en el índice el 08/07/2005.

	Rentabilidad		Volatilidad		Ratio precio beneficios ⁵		Rent. Dividendos ⁶	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005
Telefónica	19,1	-8,3	18,1	12,7	23,2	21,4	1,5	1,6
Banco Santander Central Hispano	-2,8	22,1	18,3	14,1	14,4	15,1	3,5	3,2
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	19,2	15,6	18,3	12,9	14,4	12,7	3,2	3,2
Telefónica Móviles	11,8	-4,2	19,8	18,1	42,5	39,9	2,0	2,2
Repsol YPF	23,9	28,8	14,6	17,7	9,3	12,6	2,4	2,0
Endesa	13,4	28,5	16,0	15,9	12,3	16,1	4,3	3,6
Iberdrola	19,3	23,5	11,3	12,2	15,6	19,2	3,9	3,4
Inditex	34,8	27,0	21,8	16,8	26,9	33,5	0,6	1,1
Arcelor	29,1	19,3	27,9	23,3	4,9	9,8	5,5	4,8
Banco Popular Español	2,5	6,2	13,3	12,3	14,8	13,7	3,4	3,5
Gas Natural	22,7	4,0	13,2	13,6	17,4	18,3	2,9	3,2
Altadis	49,8	13,7	19,8	14,4	16,6	18,8	2,5	2,5
Abertis Infraestructuras	35,1	37,8	13,4	16,3	21,2	29,8	2,9	2,2
Banco Español de Crédito ¹	10,6	20,2	14,3	13,5	16,7	15,1	2,5	2,1
ACS	30,2	62,0	15,7	18,9	37,8	17,1	3,6	1,8
Unión FENOSA	30,0	62,4	16,5	17,9	17,8	27,7	2,8	2,0
Grupo Ferrovial	41,5	48,8	19,2	22,7	13,2	20,8	1,7	1,5
Banco de Sabadell	10,1	28,8	15,0	15,1	14,8	18,9	2,9	2,6
FCC	21,2	35,2	16,6	18,4	11,4	16,1	3,1	2,9
Amadeus Global Tr. Distrib ²	47,0	-2,9	27,3	7,7	20,2	21,0	0,9	0,0
Acciona	34,9	45,1	16,1	22,0	18,9	27,0	2,2	1,8
Sogecable	18,1	4,6	28,3	20,7	--	--	0,0	0,0
Promotora de Informaciones	35,8	-7,8	25,6	18,1	47,2	45,4	0,7	0,8
Sacyr Vallehermoso	3,8	74,8	16,5	22,0	10,6	19,7	2,7	2,1
Acerinox	26,4	4,1	18,6	18,2	14,7	15,6	2,0	2,2
Bankinter	20,4	19,6	16,5	15,4	18,8	18,5	2,7	2,5
ENAGAS	41,9	29,5	17,3	19,4	24,4	33,6	2,7	2,1
Corporación MAPFRE	-3,5	28,7	20,4	18,4	11,6	15,4	2,4	2,0
Telefónica Publicidad e Inform.	56,8	5,1	28,9	15,9	36,4	37,4	3,6	4,2
Gamesa Corporación Tecnológica	18,4	20,0	27,0	22,9	26,4	34,2	2,8	2,4
Metrovacesa	38,9	72,2	15,0	22,5	21,9	37,1	2,7	2,3
Iberia Líneas Aéreas de España	11,8	-10,2	29,3	23,6	--	13,5	1,2	2,2
Red Eléctrica de España ³	26,9	58,5	13,0	19,0	16,0	20,9	3,6	2,6
Indra Sistemas	23,6	31,3	19,9	17,3	27,6	36,8	1,3	3,2
NH Hoteles ¹	7,1	35,8	18,8	22,0	10,9	37,0	2,6	1,2
Gestevisión Telecinco	26,5	40,4	24,6	23,2	--	14,9	--	3,5
Antena 3 Televisión ⁴	52,4	49,5	28,3	27,2	--	19,4	--	2,1
Cintra Conc. Infr. y Transp ³	2,9	20,9	21,4	22,4	--	33,8	--	0,6

Fuente: CNMV y Datastream.

1. Excluida del índice el 01/07/2005.
2. Excluida del índice el 28/06/2005.
3. Incluida en el índice el 01/07/2005.

4. Incluida en el índice el 08/07/2005.
5. Ratio precio sobre beneficios.
6. Ratio dividendos distribuidos sobre precio.

Importes en millones de euros y %

Compañía	Autor de la oferta	Finalidad	% capital social sobre el que se dirige	Importe realizado efectivo	Rtdo en %
Aldeasa	Gestión de explotaciones aeroportuarias	Toma de control	100,00 (mín.=80,00%)	OPA desistida	OPA desistida
Duro Felguera	Udra Industrial	Toma de participación	Máximo 44,00 (mín.=25,00%)	Resultado negativo	Resultado negativo
Aldeasa	Dufry Holding y Dufry Investment	Toma de control	100,00 (mín.= 50,01%)	OPA desistida	OPA desistida
Recoletos Grupo de Comunicación	Retos Cartera	Toma de control	100,00 (mín.= 71,92%)	856,3	90,98 ¹
Aldeasa	Retail Airport Finance	Toma de control	65,42	470,8	93,72 ²
Global Steel Wire	Global Steel Wire	Exclusión	17,38	20,2	78,11
Amadeus Global Travel Distribution	Wam Acquisition	Toma de control	23,89 (mín.= 18,61%)	3.833,7	94,73 ³
Cortefiel	Coral Retail Industries	Toma de control	100,00 (mín.= 75,00%)	OPA desistida	OPA desistida
Cortefiel	MEP Retail España	Toma de control	100,00 (mín.= 75,00%)	1.249,4	86,82
Cie Automotive	Instituto Sectorial de Promoción y Gestión de Empresas	Aumento de participación	33,00 (mín.= 18,44%)	71,4	70,30 ⁴
Agrupació Actividades e Inversiones Inmobiliarias	Promociones Vandix	Toma de control	21,00	5,9	39,11 ⁵
Grupo Inmocaral	Inversiones Empresariales Tersina y Desarrollo Empresarial Quetro	Toma de control	100,00 (mín.= 51,00%)	182,1	72,35
Transportes Azkar	Transportes Azkar	Exclusión	35,42	131,8	97,42
Total importe				6.821,6	

Fuente: CNMV.

1. No incluye un 7,01% transmitido indirectamente al oferente al margen de la OPA en iguales condiciones.
2. No incluye un 34,58% transmitido directamente al oferente al margen de la OPA en iguales condiciones.
3. No incluye un 75,45% transmitido directamente al oferente al margen de la OPA en iguales condiciones.
4. No incluye un 12,98% transmitido indirectamente al oferente al margen de la OPA en iguales condiciones.
5. No incluye un 12,79% transmitido directamente al oferente al margen de la OPA en iguales condiciones.

Sociedades cotizadas en Latibex por sectores

1.15

Importes en millones de euros, salvo otra indicación

Sector	N. de empr.		Capitalización			Contratación		
	2004	2005	2004	2005	% var 05/04	2004	2005	% var 05/04
Petróleo	2	2	32.459	65.122	100,6	53,0	65,8	24,2
Energía y agua	4	4	13.915	19.759	42,0	39,6	54,5	37,6
Minería y metálicas básicas	4	5	24.703	45.473	84,1	86,4	169,9	96,6
Químicas	1	1	2.234	1.705	-23,7	7,7	18,4	139,0
Textil y papeleras	2	2	2.016	2.418	19,9	9,0	7,1	-21,1
Metal mecánica	1	1	2.275	2.868	26,1	14,8	31,8	114,9
Alimentación	2	2	2.019	3.080	52,6	7,1	20,4	187,3
Inmobiliarias	0	2	—	1.877	—	—	5,7	—
Transportes y comunicac.	3	3	27.880	56.258	101,8	67,2	83,3	24,0
Otros no financieros	2	2	1.579	1.833	16,1	3,8	7,8	105,3
Bancos	7	6	13.231	18.343	38,6	56,7	69,9	23,3
Entidades de financiación	2	2	2.444	3.650	49,3	21,0	22,0	4,8
Total	30	32	124.755	222.384	78,3	366,4	556,7	51,9

Fuente: CNMV.

Emisiones brutas de las Administraciones Públicas

1.16

Importes en millones de euros

	Importe			Variación (%)	
	2003	2004	2005	2004	2005
Estado	73.089	78.616	67.806	7,6	-13,8
Corto plazo	36.208	36.964	29.512	2,1	-20,2
Largo plazo	36.881	41.652	38.293	12,9	-8,1
Comunidades autónomas	7.975	7.131	8.910	-10,6	24,9
Corto plazo	3.785	4.056	4.102	7,1	1,2
Largo plazo	4.190	3.076	4.807	-26,6	56,3
Corporaciones locales	102	310	200	204,5	-35,4
Corto plazo	—	—	—	—	—
Largo plazo	102	310	200	204,5	-35,4
Total AA.PP.	81.166	86.057	76.916	6,0	-10,6

Fuente: Banco de España.

Emisiones netas de las Administraciones Públicas

1.17

Importes en millones de euros

	Importe			Variación (%)	
	2003	2004	2005	2004	2005
Estado	328	6.650	3.890	1.929,0	-41,5
Corto plazo	2.935	-1.653	-3.819	-156,3	131,0
Largo plazo	-2.608	8.304	7.709	-418,4	-7,2
Comunidades autónomas	1.822	1.551	2.797	-14,9	80,3
Corto plazo	-154	230	276	-250,0	19,8
Largo plazo	1.976	1.321	2.521	-33,2	90,9
Corporaciones locales	-38	-18	-5	-52,4	-73,1
Corto plazo	—	—	—	—	—
Largo plazo	-38	-18	-5	-52,4	-73,1
Total AA.PP.	2.112	8.183	6.682	287,4	-18,3

Fuente: Banco de España.

Contratación de deuda del Estado entre titulares de cuenta. Operaciones a vencimiento¹, con pacto de recompra y simultáneas

1.18

Importes nominales en millones de euros

	2001	2002	2003	2004	2005	% var 05/04
Letras:	491.981	223.432	508.880	472.518	484.161	2,5
A vencimiento	21.790	14.770	62.075	85.222	82.515	-3,2
Contado	21.631	14.770	61.662	84.833	82.389	-2,9
Plazo	159	0	413	389	126	-67,7
Pacto de recompra	22.191	9.206	7.030	1.990	411	-79,3
Simultáneas	448.000	199.455	439.775	385.306	401.234	4,1
Bonos y Obligaciones:	5.175.151	6.239.664	7.217.133	7.308.084	7.260.528	-0,7
A vencimiento	792.774	997.195	901.582	562.627	491.550	-12,6
Contado	775.417	982.835	882.482	552.418	481.854	-12,8
Plazo	17.357	14.360	19.099	10.209	9.696	-5,0
Pacto de recompra	62.686	88.078	58.550	94.254	69.327	-26,4
Simultáneas	4.319.691	5.154.391	6.257.002	6.651.203	6.699.650	0,7
Total	5.667.131	6.463.096	7.726.013	7.780.602	7.744.688	-0,5

Fuente: Banco de España.

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

Contratación de Letras del Tesoro entre titulares de cuenta. Distribución por tipo de contratación

1.19

Importes nominales en millones de euros

	2001	2002	2003	2004	2005	% var 05/04
A vencimiento¹	21.790	14.770	62.075	85.222	82.515	-3,2
Senaf	—	—	27.093	36.350	13.119	-63,9
MTS-España	—	191	13.103	13.580	16.959	24,9
EuroMTS	—	—	—	180	170	-5,6
Brokertec	—	—	—	—	—	—
Negociación bilateral	21.790	14.579	21.879	35.112	52.267	48,9
Repos²	470.191	208.661	446.806	387.297	401.646	3,7
Senaf	—	1.866	30.527	18.211	25.543	40,3
MTS-España	—	—	243	—	—	—
EuroMTS	—	—	—	—	—	—
Brokertec	—	—	—	—	—	—
Negociación bilateral	470.191	206.795	416.036	369.086	376.103	1,9
Total	491.981	223.432	508.880	472.518	484.161	2,5

Fuente: Banco de España y Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

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

1.20

Importes nominales en millones de euros

	2001	2002	2003	2004	2005	% var 05/04
A vencimiento¹	792.774	997.195	901.582	562.627	491.550	-12,6
Senaf	319.000	440.628	253.653	69.758	57.554	-17,5
MTS-España	—	105.175	183.208	85.265	83.830	-1,7
EuroMTS	116.162	105.031	111.705	47.503	24.462	-48,5
Brokertec	7.344	6.403	2.137	337	312	-7,4
Negociación bilateral	350.268	339.958	350.879	359.764	325.392	-9,6
Repos²	4.382.377	5.242.469	6.315.551	6.745.457	6.768.978	0,3
Senaf	—	26.217	436.455	277.358	127.478	-54,0
MTS-España	—	—	7.501	388	—	-100,0
EuroMTS	—	—	—	—	—	—
Brokertec	—	—	—	—	—	—
Negociación bilateral	4.382.377	5.216.252	5.871.595	6.467.711	6.641.500	2,7
Total	5.175.151	6.239.664	7.217.133	7.308.084	7.260.528	-0,7

Fuente: Banco de España y Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

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 con terceros. Operaciones a vencimiento¹, con pacto de recompra y simultáneas

1.21

Importes nominales en millones de euros

	2001	2002	2003	2004	2005	% var 05/04
Letras:	2.231.422	2.012.442	2.098.975	1.800.846	1.746.179	-3,0
A vencimiento	36.715	25.326	28.120	30.328	33.933	11,9
Contado	36.485	25.325	28.089	30.119	33.698	11,9
Plazo	230	0	31	209	234	11,9
Pacto de recompra	2.164.743	1.985.247	2.069.898	1.768.729	1.709.341	-3,4
Simultáneas	29.964	1.868	957	1.789	2.905	62,3
Bonos y Obligaciones:	8.342.190	10.329.895	11.465.342	13.252.235	12.724.347	-4,0
A vencimiento	1.215.831	1.292.148	1.318.652	1.571.265	2.035.364	29,5
Contado	1.208.224	1.288.012	1.274.648	1.469.329	1.739.960	18,4
Plazo	7.606	4.136	44.004	101.936	295.404	189,8
Pacto de recompra	6.503.208	8.103.296	9.042.194	10.613.122	9.631.174	-9,3
Simultáneas	623.151	934.451	1.104.496	1.067.848	1.057.808	-0,9
Total	10.573.612	12.342.337	13.564.317	15.053.081	14.470.526	-3,9

Fuente: Banco de España.

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

Número de emisores y emisiones registradas en la CNMV. Detalle por instrumentos

1.22

	Número de emisores		Número de emisiones	
	2004	2005	2004	2005
A largo plazo	120	122	196	187
Bonos y obligaciones no convertibles	52	49	96	93
de las cuales: deuda subordinada ¹	36	21	39	22
Bonos y obligaciones convertibles	2	4	3	4
Cédulas hipotecarias	9	9	17	21
Cédulas territoriales	2	2	2	3
Bonos de titulación	52	57	49	58
de activos (BTA)	43	50	40	51
hipotecarios (BTH)	9	7	9	7
Participaciones preferentes	12	6	26	7
Otras emisiones	2	1	3	1
A corto plazo	58	68	62	81
Pagarés de empresa	58	68	62	81
De los cuales, de titulación de activos	3	3	3	3
Total	158	159	258	268

Fuente: CNMV.

1. En el caso de los emisores no son cifras excluyentes, un mismo emisor ha podido emitir más de un tipo de instrumento.

Importes en millones de euros

Nombre de la empresa	Importe nominal emitido		
	Total	A corto plazo ²	A largo plazo
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid	16.500	2.000	14.500
Banco de Sabadell	10.250	6.500	3.750
BBVA Banco de Financiación	10.000	10.000	0
Banco Popular Español	9.700	7.200	2.500
Banco Santander Central Hispano	9.000	0	9.000
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	8.500	0	8.500
Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante, Bancaja	8.200	4.000	4.200
Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona	8.000	3.000	5.000
Bankinter	7.075	5.000	2.075
Banco Español de Crédito	6.750	0	6.750
Banco Pastor	5.750	4.000	1.750
AYT Cédulas Cajas Global Fondo de Titulización de Activos	5.400	0	5.400
Santander Consumer Finance	5.000	5.000	0
AYT Cédulas Cajas IX, Fondo de Titulización de Activos	5.000	0	5.000
BPE Financiaciones	4.500	0	4.500
Caixa D'Estalvis de Catalunya	4.335	2.400	1.945

Fuente: CNMV.

1. Emisores que durante 2005 registraron emisiones por importe superior a los 4.000 millones de euros.
2. Pagarés de empresa: emisión o programa registrado.

Principales emisores de renta fija¹ en 2005. Detalle por instrumentos

1.24

Importes en millones de euros

Tipo de activo	Emisor	Importe	
Bonos/Oblig. Simples	Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid	10.500	
	BPE Financiaciones	4.500	
	Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante, Bancaja	4.200	
	Banco Español de Crédito	2.750	
	Banco de Sabadell	2.250	
	Bankinter	2.075	
	Caixa D'Estalvis de Catalunya	1.945	
	Ente público RTVE	1.500	
	Caja de Ahorros de Galicia	1.280	
	Banco de Crédito Local de España, S.A.	1.000	
	Banesto Banco de Emisiones, S.A.	1.000	
	Cédulas Hipotecarias	Banco Santander Central Hispano	9.000
		Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	8.500
Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona		5.000	
Banco Español de Crédito		4.000	
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid		4.000	
Banco Popular Español		2.500	
Banco de Sabadell		1.500	
Banco Pastor		1.000	
Cédulas Territoriales	Banco de Crédito Local de España	1.000	
Participaciones Preferentes	Santander Finance Capital	1.000	
Pagarés de empresa ²	BBVA Banco de Financiación	10.000	
	Banco Popular Español	7.200	
	Banco de Sabadell	6.500	
	Santander Consumer Finance	5.000	
	Bankinter	5.000	
	Banco Pastor	4.000	
	Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante, Bancaja	4.000	
	Banco de Andalucía	3.000	
	Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona	3.000	
	Caixa d'Estalvis de Catalunya	2.400	
	Caja de Ahorros del Mediterráneo	2.000	
	Caja de Ahorros de Galicia	2.000	
	Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid	2.000	
	M.P. y C.A. de Ronda ³	1.500	
	Bilbao Bizkaia Kutxa, Aurrezki Kutxa eta Bahitetxea	1.500	
	Caja de Ahorros de Salamanca y Soria	1.250	
	Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Navarra	1.200	
	Telefónica	1.000	
	Iberdrola	1.000	
	Caixa de Aforros de Vigo, Ourense e Pontevedra (Caixanova)	1.000	
Fondo de Titulización de Activos Santander I ⁴	1.000		

Fuente: CNMV.

1. Emisores con emisión superior a 1.000 millones de euros en 2005, en el instrumento financiero correspondiente.

2. Importe de la emisión o programa registrado.

3. Monte de Piedad y Caja de Ahorros de Ronda, Cádiz, Almería, Málaga y Antequera.

4. Pagarés de titulización.

Importes en millones de euros

Emisor	Importe	% sobre el total
BBVA Banco de Financiación	25.140	11,3
Banesto Banco de Emisiones	19.400	8,7
Santander Consumer Finance	18.088	8,1
Banco Popular	15.265	6,9
Banco Sabadell	14.157	6,4
Bankinter	12.322	5,5
Santander Investment Services	9.996	4,5
Caixa d'Estalvis de Catalunya	9.376	4,2
Banco Pastor	6.976	3,1
Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona	6.066	2,7
Caja de Ahorros de Valencia, Castellón y Alicante, Bancaja	6.024	2,7
Banco de Andalucía	5.820	2,6
Caja de Ahorros del Mediterráneo	4.858	2,2
Caja de Ahorros de Salamanca y Soria	4.087	1,8
Caja de Ahorros de Galicia	4.009	1,8

Fuente: CNMV.

Principales emisores¹ de bonos de titulización en 2005

1.26

Importes en millones de euros		
Emisor	Importe	Activos titulizados
AYT Cédulas Cajas Global Fondo de Titulización de Activos	5.400	Cédulas hipotecarias
AYT Cédulas Cajas IX, Fondo de Titulización de Activos	5.000	Cédulas hipotecarias
AYT Cédulas Cajas X, Fondo de Titulización de Activos	3.900	Cédulas hipotecarias
Fondo de Titulización de Activos, Santander Empresas ¹	3.100	Préstamos hipotecarios y préstamos no hipotecarios ²
Cédulas TDA 6, Fondo de Titulización de Activos	3.000	Cédulas hipotecarias
IM Cédulas 4, Fondo de Titulización de Activos	2.075	Cédulas hipotecarias
TDA CAM 4, Fondo de Titulización de Activos	2.000	Participaciones hipotecarias y certificados de transmisión de hipotecas
Cédulas TDA 7, Fondo de Titulización de Activos	2.000	Cédulas hipotecarias
TDA CAM 5, Fondo de Titulización de Activos	2.000	Participaciones hipotecarias y certificados de transmisión de hipotecas
Bankinter 10, Fondo de Titulización de Activos	1.740	Participaciones hipotecarias
Bancaja 8, Fondo de Titulización de Activos	1.680	Certificados de transmisión de hipotecas
Intermoney Master Cédulas, Fondo de Titulización de Activos	1.655	Cédulas hipotecarias
Fondo de Titulización de Activos Santander Auto 1	1.598	Préstamos autos nuevos y préstamos consumo
FTPYME Bancaja 4 Fondo de Titulización de Activos	1.524	PYME
HIPOCAT 8, Fondo de Titulización de Activos	1.500	Certificados de transmisión de hipotecas
BBVA Hipotecario 3, Fondo de Titulización de Activos	1.450	Certificados de transmisión de hipotecas
Fondo de Titulización de Activos UCI 14	1.450	Participaciones hipotecarias y certificados de transmisión de hipotecas
AYT Génova Hipotecario VII, Fondo de Titulización Hipotecaria (FTH)	1.400	Titulización hipotecaria
IM Cédulas 5, Fondo de Titulización de Activos	1.250	Cédulas hipotecarias
BBVA-4 PYME, Fondo de Titulización de Activos	1.250	PYME
AYT Bonos Tesorería I, Fondo de Titulización de Activos	1.180	Bonos de tesorería simples
Rural Hipotecario VII, Fondo de Titulización de Activos	1.100	Participaciones hipotecarias y certificados de transmisión de hipotecas

Fuente: CNMV.

1. Emisores con emisión superior a 1.100 millones de euros en 2005.
2. Para empresas y autónomos para financiar actividad económica y para adquirir inmuebles para su actividad.

Contratación en AIAF por cuenta propia

1.27

Importes en millones de euros nominales

	2001	2002	2003	2004	2005	%var 05/04
Pagarés	5.853	5.637	2.946	9.440	28.474	201,6
Bonos y Obligaciones	24.509	32.498	48.875	122.989	249.375	102,8
Cédulas hipotecarias	143	204	184	5.950	5.651	-5,0
Cédulas territoriales	0	0	4	4	111	2.677,5
Bonos matador	1.727	3.275	2.992	3.519	2.363	-32,8
Total	32.232	41.614,0	55.001	141.902	285.975	101,5

Fuente: CNMV.

Anexos estadísticos II

Cartera de los fondos: peso en el saldo vivo de valores españoles

II.1

En %

	2001	2002	2003	2004	2005
Renta variable cotizada¹	2,6	2,9	4,8	5,2	4,9
Renta fija privada²	14,4	10,6	9,9	11,1	10,2
corto plazo	28,6	21,2	16,0	18,2	17,2
largo plazo	7,8	5,2	6,4	7,1	6,4
Renta fija pública	9,5	7,9	7,0	5,4	4,8
corto plazo ³	14,2	18,9	16,7	12,0	12,5
largo plazo	8,8	6,3	5,5	4,5	3,8

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.
2. En el caso de la renta fija, los importes son nominales.
3. No incluye las adquisiciones temporales de activos.

Gastos repercutidos a los fondos de inversión

II.2

	2004		2005		% var. 05/04
	millones euros	% s/patrimonio medio diario	millones euros	% s/patrimonio medio diario	
FIM					
Gastos por comisión de gestión	1.949,50	1,16	2.209,65	1,13	13,34
Gastos por comisión de depositario	164,6	0,10	187,41	0,10	13,86
Resto gastos de explotación	44,4	0,03	56,95	0,03	28,27
Total gastos repercutidos	2.158,40	1,28	2.454,01	1,26	13,70
FIAMM					
Gastos por comisión de gestión	501,7	0,87	464,18	0,84	-7,48
Gastos por comisión de depositario	64,7	0,11	59,67	0,11	-7,77
Resto gastos de explotación	3,9	0,01	3,55	0,01	-8,97
Total gastos repercutidos	570,3	0,99	527,40	0,96	-7,52

Fuente: CNMV.

Registro de entidades y grupos de control de SGIIC. 2005

II.3

Sociedades gestoras de IIC	Grupo de control
Altas	
Welzia Management, S.A., SGIIC	Independiente
Gottardo Gestión, S.G.I.I.C., S.A.	Gottardo
Pactio Gestion, SGIIC, S.A.	Independiente
Atlas Capital Gestion, SGIIC, S.A.	Independiente
Bajas	
HSBC Fund Management España, SGIIC, S.A.	HSBC
ABF España Gestion de Fondos, S.G.I.I.C., S.A.	Calyon
Atlantico Fondos, SGIIC, S.A.	Banco Sabadell
Lusogest, S.G.I.I.C., S.A.	Banco Espirito Santo
Gestion de Activos Mobiliarios Agrupados, GAMA, SGIIC, SA, en liquidacion	Independiente
Gesmusini, S.G.I.I.C., S.A.	Mapfre
B.I. Gestión Colectiva, SGIIC, S.A.	Banco Espirito Santo
Swiss Life Gestion, S.G.I.I.C., S.A.	La Caixa

Fuente: CNMV.

Cambios de control en SGIIC. 2005

II.4

Entidad o grupo	Adquirente
Tomas de control por entidades financieras españolas	
Inversafei, S.G.I.I.C., S.A.	Banco Inversis Net
Tomas de control por entidades financieras extranjeras	
Afina Gestion Colectiva, S.G.I.I.C., S.A.	Commerzbank
B.I. Gestion Colectiva, S.G.I.I.C., S.A.	Banco Espirito Santo
NIBC Petercam Gestion, SGIIC, SA	NIBC

Fuente: CNMV.

País	Nº de ESI	
	2004	2005
Libre prestación de servicios	798	866
Reino Unido	576	620
Francia	57	58
Holanda	38	43
Irlanda	25	26
Austria	22	27
Alemania	15	16
Bélgica	12	9
Luxemburgo	8	9
Noruega	8	9
Suecia	8	8
Grecia	6	7
Dinamarca	6	7
Finlandia	5	5
Italia	5	5
Portugal	5	6
Chipre	1	9
Malta	0	1
Eslovenia	1	1
Sucursales	19	17
Reino Unido	13	14
Francia	2	2
Alemania	1	0
Bélgica	1	0
Portugal	1	0
Holanda	1	1
Total	817	883

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.

Altas y bajas. 2005

Sociedades y agencias de valores españolas*	Grupo de control
Altas	
Privary, Agencia de Valores, S.A.	Independiente ¹
Catalana Occidente Capital, Agencia de Valores, S.A.	Catalana Occidente
Gottardo Patrimonios, Agencia de Valores, S.A.	Gottardo
Rothschild Gestión, Agencia de Valores, S.A.	Rothschild
Artimis, Agencia de Valores, S.A.	Independiente ¹
Unicorp Patrimonio, Sociedad de Valores, S.A.	Unicaja
Bajas	
Urquijo Bolsa de Valores, Sociedad de Valores	KBL
Abn Amro Equities (Spain), Sociedad de Valores, S.A.	Abn-Amro
Cortal Consors, Sociedad de Valores, S.A.	Cortal Consors
Ahorro Corporación Net, Sociedad de Valores, S.A.	Ahorro Corporación
BCN Finances, Agencia de Valores, S.A.	Credit Agricoles
D.L. Corporation, Agencia de Valores, S.A.	Independiente ¹
Aguilar y De La Fuente, Agencia de Valores, S.A.	Independiente ¹
Sociedades Gestoras de Cartera	
Altas	
Solventis Gestión, Sociedad Gestora de Carteras, S.A.	Independiente ¹
Bajas	
Finanzas Patrimoniales, Sociedad Gestora de Carteras, S.A.	Independiente ¹
Garanza Sociedad de Servicios de Inversión, Sociedad Gestora de Carteras, S.A.	Independiente ¹
Unicorp Patrimonio, Sociedad Gestora de Carteras, S.A.	Unicaja
Investment Corporation C.J., Sociedad Gestora de Carteras, S.A.	Independiente ¹
Gestora Europea de Inversiones, Sociedad Gestora de Carteras, S.A.	Banco Popular
ESI de la UE	
Altas	
J.P. Morgan Securities Limited, Sucursal en España	JP Morgan
Bajas	
Vika Vermittlung Internationaler Kapitalanlagen GMBH, Sucursal en España	Vika
NIBC Petercam Derivatives, N.V., Sucursal en España	NIBC Petercam
Lisbon Brokers, Sociedade Corretora, S.A., Sucursal en España	Independiente ¹

Fuente: CNMV.

1. Entidades no controladas por grupos financieros o industriales.

* No incluye las transformaciones entre categorías. En 2005 se produjeron dos: Ibersecurities de AVB a SVB y Nordkapp de SV a SVB.

Cambios de control en ESI. 2005

Anexos
Anexos estadísticos II

Entidad o grupo	Tipo	Adquirente
Eurosafei	SV	Banco Inversis Net
Euroactivos	AV	Banco Inversis Net
Afina Pentor	AV	Commerzbank
Artimis	AV	Vega

Fuente: CNMV.

ESI españolas con pasaporte comunitario: Estado de acogida¹

II.7

País	Nº de ESI	
	2004	2005
Libre prestación de servicios:	134	139
Alemania	19	19
Portugal	14	14
Reino Unido	12	14
Francia	12	12
Italia	10	11
Holanda	9	10
Bélgica	9	10
Luxemburgo	9	9
Irlanda	8	8
Austria	5	5
Suecia	5	5
Grecia	5	5
Dinamarca	5	5
Finlandia	5	5
Islandia	3	3
Noruega	3	3
Liechtenstein	1	1
Sucursales:	2	2
Reino Unido	1	1
Portugal	1	1
Pro memoria: Total ESI con actuación transfronteriza²		
Libre prestación de servicios	31	36
Sucursales	2	2

Fuente: CNMV.

1. Países indicados en las comunicaciones de libre prestación de servicios y en las autorizaciones de apertura de sucursales.
2. Número de ESI españolas que prestan servicios en otros estados, sin contar el número de ellos, puesto que una misma entidad puede prestar servicios en uno o más estados.

**Entidades de crédito extranjeras con pasaporte comunitario para
prestar servicios de inversión a 31 de diciembre de 2005:
Estado de origen**

11.8

	Nº de Entidades de Crédito
País	
Libre prestación de servicios	297
Francia	55
Reino Unido	50
Luxemburgo	46
Alemania	33
Holanda	26
Irlanda	24
Austria	18
Portugal	9
Bélgica	6
Dinamarca	6
Italia	5
Suecia	3
Chipre	2
Finlandia	2
Liechtenstein	2
Noruega	2
Islandia	1
Malta	1
Hungría	1
Sucursales	40
Francia	11
Reino Unido	7
Portugal	6
Alemania	5
Holanda	4
Luxemburgo	2
Bélgica	2
Italia	2
Dinamarca	1

Fuente: CNMV.

Anexos estadísticos III

Sociedades requeridas por la CNMV por salvedades en auditorías sobre las cuentas de 2004

III.1

Sociedades que han solucionado las salvedades o han adoptado un plan para su solución

Emisor	Mercado / Segmento ¹
Fletamentos Marítimos	Corros
Montebalito	Corros
Service Point Solutions	Mercado continuo
Urbanizaciones y transportes	Mercado continuo
Vidrala	Mercado continuo

Sociedades requeridas por salvedades cuya resolución depende de acontecimientos futuros o que no se pueden solucionar a corto plazo

Emisor	Mercado / Segmento ¹
Avanzit	Mercado continuo
Carroggio, S.A. de Ediciones	Corros
Compañía de Inversiones, CINSA	Corros
EAS Spain. Fondo de titulización de activos.	No cotiza ²
Española del Zinc	Mercado continuo
Funespaña	Mercado continuo
Hullas del Coto Cortés	Corros
Minero Siderúrgica de Ponferrada	Corros
Promociones y Conciertos Inmobiliarios	Corros
Sniace	Mercado continuo
Hullera Vasco-Leonesa	Corros
Sociedad Española del Acumulador Tudor	Mercado continuo
Tableros de Fibras	Mercado continuo
Tecnocom, Telecomunicaciones y Energía	Mercado continuo

Fuente: CNMV.

1. Mercado / segmento en que estaban admitidos los valores del emisor a la fecha de elaboración de las cuentas anuales.
2. Este fondo de titulización fue requerido por la CNMV por una salvedad en sus cuentas anuales.

Número de accionistas de las sociedades del Ibex 35¹ con participación significativa²

III.2

Entidades	Participación			
	5%-10%	10%-25%	25%-50%	>50%
Abertis	2	2	-	-
Acciona	-	-	-	1
Acerinox	-	3	-	-
ACS	1	2	-	-
Altadis	4	1	-	-
Antena 3	1	2	1	-
B. Popular	2	1	-	-
B. Sabadell	1	1	-	-
Bankinter	-	3	-	-
BBVA	2	-	-	-
Cintra	-	-	-	1
Enagás	6	1	-	-
Endesa	4	-	-	-
FCC	-	1	-	1
Ferrovial	-	-	-	1
Gamesa	4	-	1	-
Gas Natural	2	-	2	-
Iberdrola	4	-	-	-
Iberia	4	1	-	-
Inditex	2	-	-	1
Indra	3	2	-	-
Mapfre	1	-	-	1
Metrovacesa	3	2	-	-
Prisa	-	-	-	1
REE	1	1	-	-
Repsol YPF	2	2	-	-
Sacyr	4	2	-	-
SCH	3	-	-	-
Sogecable	1	2	-	-
Telecinco	1	1	-	1
Telefónica	4	-	-	-
T. Móviles	-	-	-	1
TPI	-	-	-	1
Unión Fenosa	-	2	-	-
Total	62	32	4	10

Fuente: CNMV.

1. Por razones de homogeneización no se incluye la sociedad Arcelor, al estar sujeta a una normativa distinta de la española por tener su domicilio social en Luxemburgo.
2. Participaciones superiores al 5%. El RD, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisición por éstas de acciones propias denomina participaciones significativas a las que superan este porcentaje en general, y a las que superan el 1% si el inversor está radicado en un paraíso fiscal.

Referencia	Resoluciones
(1/05)	Orden Ministerial de 13 de enero de 2005 Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona física por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 o) LMV -utilización de información privilegiada-. Se le sanciona con multa de 30.050,61 euros.
(2/05)	Resolución del Consejo de la CNMV de 18 de enero de 2005 Resuelve acerca de la presunta comisión por una ESI de dos infracciones graves, tipificadas en las letras t) -incumplimiento de normas de conducta- y c) -incumplimiento de normativa contable- del art. 100 LMV. Se declara la inexistencia de la primera de ellas -art. 100 t)-, y en relación con la otra se sanciona con multa de 9.000 euros a la entidad y de 4.500 euros a un miembro de su Consejo de Administración.
(3/05)	Resolución del Consejo de la CNMV de 18 de enero de 2005 Resuelve acerca de la presunta comisión por una ESI, de tres infracciones graves, tipificadas en las letras t) -incumplimiento de normas de conducta-, c) -incumplimiento de normativa contable-, y g) -incumplimiento del coeficiente de liquidez- del art. 100 LMV. Se declara la inexistencia de la primera de ellas -art. 100 t)-, y en relación con las otras se imponen sanciones por importe global de 24.000 euros a la entidad y de 12.000 euros a un miembro de su Consejo de Administración.
(4/05)	Orden Ministerial de 25 de enero de 2005 Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona jurídica por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 p) LMV: falta de comunicación de participaciones significativas o comunicación con demora respecto al plazo legalmente establecido. Se le sanciona con multa de 6.000 euros.
(5/05)	Orden Ministerial de 25 de enero de 2005 Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona jurídica por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 p) LMV: falta de comunicación de participaciones significativas o comunicación con demora respecto al plazo legalmente establecido. Se le sanciona con multa de 6.000 euros.
(6/05)	Orden Ministerial de 25 de enero de 2005 Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona física por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 p) LMV: falta de comunicación de participaciones significativas o comunicación con demora respecto al plazo legalmente establecido. Se le sanciona con multa de 6.000 euros.
(7/05)	Orden Ministerial de 25 de enero de 2005 Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona jurídica por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 p) LMV: falta de comunicación de participaciones significativas o comunicación con demora respecto al plazo legalmente establecido. Se le sanciona con multa de 6.000 euros.
(8/05)	Orden Ministerial de 25 de enero de 2005 Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona jurídica por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 p) LMV: falta de comunicación de participaciones significativas o comunicación con demora respecto al plazo legalmente establecido. Se le sanciona con multa de 6.000 euros.

Referencia	Resoluciones
(9/05)	Orden Ministerial de 25 de enero de 2005 Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona física por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 p) LMV: falta de comunicación de participaciones significativas o comunicación con demora respecto al plazo legalmente establecido. Se le sanciona con multa de 6.000 euros.
(10/05)	Orden Ministerial de 25 de enero de 2005 Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona jurídica por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 p) LMV: falta de comunicación de participaciones significativas o comunicación con demora respecto al plazo legalmente establecido. Se le sanciona con multa de 6.000 euros.
(11/05)	Orden Ministerial de 25 de enero de 2005 Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona jurídica por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 p) LMV: falta de comunicación de participaciones significativas o comunicación con demora respecto al plazo legalmente establecido. Se le sanciona con multa de 6.000 euros.
(12/05)	Orden Ministerial de 14 de febrero de 2005 Resuelve acerca de la presunta comisión por una ESI de una infracción muy grave del art. 99 l) LMV por el incumplimiento de obligaciones establecidas en el art. 70.1 del mismo texto legal. Se sanciona con multa de 12.000 euros a la entidad y de 9.000 euros a un miembro de su Consejo de Administración.
(13/05)	Orden Ministerial de 14 de febrero de 2005 Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona física por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 p) LMV: falta de comunicación de participaciones significativas o comunicación con demora respecto al plazo legalmente establecido. Se le sanciona con multa de 12.000 euros.
(14/05)	Orden Ministerial de 14 de febrero de 2005 Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona jurídica por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 p) LMV: falta de comunicación de participaciones significativas o comunicación con demora respecto al plazo legalmente establecido. Se le sanciona con multa de 12.000 euros.
(15/05)	Orden Ministerial de 14 de febrero de 2005 Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona física por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 p) LMV: falta de comunicación de participaciones significativas o comunicación con demora respecto al plazo legalmente establecido. Se le sanciona con multa de 12.000 euros.
(16/05)	Orden Ministerial de 14 de febrero de 2005 Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona jurídica por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 p) LMV: falta de comunicación de participaciones significativas o comunicación con demora respecto al plazo legalmente establecido. Se le sanciona con multa de 6.000 euros.
(17/05)	Orden Ministerial de 18 de febrero de 2005 Resuelve acerca de la presunta comisión por una persona física de dos infracciones muy graves, tipificadas en las letras o) -utilización de información privilegiada- y t) -resistencia a la actuación inspectora de la CNMV- del art. 99 LMV. Se le sanciona con multas por importe global de 36.050,61 euros.

Referencia	Resoluciones
(18/05)	Orden Ministerial de 28 de marzo de 2005 Resuelve acerca de la presunta comisión por una ESI de dos infracciones muy graves, tipificadas en el art. 99 LMV, letras l) -inobservancia de lo establecido en el artículo 70.1 del mismo texto legal- y q) -realización de actividades para las que no está autorizada-. Se imponen sanciones por un importe global de 33.000 euros a la entidad y de 16.000 euros a un miembro de su Consejo de Administración.
(19/05)	Orden Ministerial de 29 de marzo de 2005 Resuelve acerca de la presunta comisión por una ESI de una infracción muy grave tipificada en el art. 99 q) LMV por la realización de actividades para las que no está autorizada. Se sanciona con multa de 12.000 euros a la entidad y de 6.000 euros a un miembro de su Consejo de Administración.
(20/05)	Resolución del Consejo de la CNMV de 1 de abril de 2005 Resuelve acerca de la presunta comisión por una ESI de dos infracciones graves tipificadas en las letras c) -incumplimiento de normativa contable- y o) -realización ocasional de actividades para las que no está autorizada-. Se sanciona con multas por importe global de 24.000 euros a la entidad y de 12.000 euros a un miembro de su Consejo de Administración.
(21/05)	Orden Ministerial de 12 de abril de 2005 Resuelve el expediente sancionador incoado a una sociedad limitada por la presunta comisión de una infracción muy grave del art. 99 q) LMV por la realización habitual de actividades reservadas a las ESI. Se sanciona con tres multas de 300.506,05 euros, una a la entidad, y dos a cada uno de los administradores de la misma.
(22/05)	Orden Ministerial de 12 de abril de 2005 Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona física por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 p) LMV: falta de comunicación de participaciones significativas o comunicación con demora respecto al plazo legalmente establecido. Se le sanciona con multa de 9.000 euros.
(23/05)	Resolución del Consejo de la CNMV de 29 de junio de 2005 Resuelve acerca de la presunta comisión por una SGIC y dos ESI, todas ellas pertenecientes al mismo grupo financiero, de una infracción grave del art. 100 t) LMV por incumplimiento de normas de conducta, así como, en el caso de la SGIC, de una infracción grave de la LIIC en materia de emisiones y reembolsos de participaciones en fondos de inversión. Se sanciona a la SGIC con dos multas por importe global de 45.000 euros, y a cada ESI con multa de 30.000 euros. Asimismo se sanciona a cuatro personas físicas en su condición de miembros de los Consejos de Administración de las respectivas sociedades con multas por un importe global de 81.000 euros.
(24/05)	Orden Ministerial de 29 de julio de 2005 Resuelve acerca de la presunta comisión por una ESI de una infracción muy grave tipificada en el artículo 99 l) LMV -inobservancia de lo establecido en el artículo 70.1 del mismo texto legal-. Se sanciona con multas de 104.000 y 52.000 euros, respectivamente, a la entidad y a un miembro de su Consejo de administración.
(25/05)	Orden Ministerial de 24 de octubre de 2005 Resuelve acerca de la presunta comisión por dos ESIs de una infracción muy grave tipificada en el artículo 99 l) LMV -inobservancia de lo establecido en el artículo 70.1 del mismo texto legal-. Se sanciona con multa de 15.000 euros a cada una de las entidades y con multas por importe global de 24.000 euros a dos miembros de sus Consejos de Administración.

Fuente CNMV.

Relación de sentencias recaídas en recursos contencioso-administrativos (R.C.A.) durante 2005 contra resoluciones en materia de sanciones

III.4

Nº	Fecha	Tribunal	Nº de R.C.A.	Acto recurrido
1	14/03/2005	Audiencia Nacional	379/2002	Orden MEH 23/05/2002
Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 23 de mayo de 2002 por infracción de la letra x) del artículo 100 en relación con la letra a) del apartado 2 del artículo 81 de la LMV.				
2	15/03/2005	Tribunal Supremo	680/1998	Sentencia AN 8/5/2002
Confirma en casación la sentencia de la Audiencia Nacional de 8 de mayo de 2002 que desestima el recurso contencioso-administrativo nº 680/1998 interpuesto contra la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 14 de enero de 1998 por la que se impuso una sanción por infracción de la letra ñ) del artículo 99 de la LMV.				
3	21/03/2005	Audiencia Nacional	419/2002	Orden MEH 26/04/2002
Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 26 de abril de 2002 por infracción de la letra q) del artículo 99 en relación con el artículo 64 de la LMV.				
4	22/06/2005	Audiencia Nacional	87/2004	Órdenes MEH 18/12/2003 – 19/12/2003
Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 18 de diciembre de 2003, por la que se desestima el recurso de alzada contra la Resolución de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de 14 de julio de 2003 por infracción de las letras o) y t) del artículo 100 de la LMV.				
Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 19 de diciembre de 2003 por infracción de la letra e) y l) del artículo 99 en relación con los artículos 70.1.h) y 70.3 de la LMV.				
5	28/06/2005	Audiencia Nacional	571/2003	Orden MEH 18/07/2003
Anula la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 18 de julio de 2003 por no haberse recabado con carácter previo el Informe del Banco de España que tiene carácter preceptivo, ordenando la reposición del expediente administrativo al trámite omitido.				
6	28/07/2005	Audiencia Nacional	147/2004	Orden MEH 23/01/2004
Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 23 de enero de 2004 por infracción de la letra q) del artículo 99 de la LMV en relación con el punto 6, del artículo 64 y con la letra a) del apartado 1) del artículo 63 de la LMV.				
7	14/09/2005	Audiencia Nacional	105/2004	Órdenes MEH 18/12/2003-19/12/2003
Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 18 de diciembre de 2003, por la que se desestima el recurso de alzada contra la Resolución de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de 14 de julio de 2003 por infracción de la letra o) del artículo 100 de la LMV.				
Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 19 de diciembre de 2003 por infracción de la letra e) y l) del artículo 99 en relación con los artículos 70.1.h) y 70.3 de la LMV.				
8	11/10/2005	Tribunal Supremo	543/1999	Sentencia AN 17/10/2002
Confirma en casación la sentencia de la Audiencia Nacional de 17 de octubre de 2002 que trae causa de la imposición de sanciones por infracción de la de la letra i) del artículo 99 de la LMV por la que se estima parcialmente el recurso contra la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 14 de octubre de 1998.				
9	21/10/2005	Tribunal Supremo	125/1999	Sentencia AN 5/07/2002
Confirma en casación la sentencia de la Audiencia Nacional de 5 de julio de 2002 que trae causa de la imposición de sanciones por infracción de la de la letra i) del artículo 99 de la LMV por la que se estima parcialmente el recurso contra la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 14 de octubre de 1998.				
10	17/10/2005	Tribunal Supremo	302/1999	Sentencia AN 2/10/2002
Confirma en casación la sentencia de la Audiencia Nacional de 2 de octubre de 2002 que trae causa de la imposición de sanciones por infracción de la de la letra i) del artículo 99 de la LMV por la que se estima parcialmente el recurso contra la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 14 de octubre de 1998.				

Fuente: CNMV.

Advertencias de la CNMV sobre entidades no autorizadas a las que se ha abierto expediente sancionador

Fecha	Compañías sobre las que advierte	Regulador
05/07/2005	Deribolsa, S. L. [B04402053]	CNMV

Advertencias de la CNMV sobre entidades no autorizadas

24/01/2005	Esicamo, S.A. www.esicamo.com	CNMV
24/01/2005	Alexander Rothko and Associates LTD. www.alexanderrothkoassociates.com	CNMV
21/03/2005	Strike Servicios y Asesoramiento, S.L.	CNMV
21/03/2005	Silverstone Management, S.L.	CNMV
21/03/2005	Richmond Royce Advisory Services, S.L.	CNMV
21/03/2005	Molgar Brokers, S.L.	CNMV
21/03/2005	Millenium Business Services, S.L.	CNMV
11/07/2005	Vip Bronze, S.L. [B-63646822]	CNMV
11/07/2005	Morgan Lynch	CNMV
03/10/2005	St. George Europe, S.L. [B53946109]	CNMV
24/10/2005	Morton Management, S.L. [B29623295]	CNMV
26/12/2005	Standard Provident International, S.L. [B-92261817]	CNMV
26/12/2005	Murrayfield Investment Management, S.L. [B-92126101]	CNMV

Advertencias al público de otros reguladores extranjeros

12/01/2005	Inveteratus Asset Management	FMA (Austria)
12/01/2005	City Fidelity Trust Bank City Fidelity Trust Bank Private Clients International National West Bank National West Bank International National West Bank Private Clients International www.nationalwestbank.com	FSC (Isla de Man)
19/01/2005	Bruxelles Bank Finance & Security Service www.bfss.com	CBF (Bélgica)
19/01/2005	Trinity Finance Online Trinity Finance Online Inc Trinity Finance Online PLC www.trinity-fnc.net	FSC (Isla de Man)
26/01/2005	Continental Trust Bank Crystal Bonds & Securities www.cbsec.net	JFSC (Jersey)
26/01/2005	Nexus Ltd. www.thenexussolution.com	FSC (Isla de Man)

Fecha	Compañías sobre las que advierte	Regulador
09/02/2005	Capital Management Group	SFC (Hong Kong)
	Global Options Group	
	Hantec Group Asset Management Limited	
	Mission Finance Limited	
	Smith Barney	
	Union Bank of China	
	UBHK Securities Company Limited	
	Vantage International Management Inc	
	Vantage International Management Group Inc	
	WeNew.net	
	World Trade Assets Market Inc.	
	World Trade Assets Association	
	World Trade Assets Institute	
	Yamato & Associates	
16/02/2005	DCCR Investissement	AMF (Francia)
16/02/2005	Atlas Invest LLC.	SSMA (Eslovenia)
	www.siport.org	
16/02/2005	Hamilton Marketing	SSMA (Eslovenia)
	www.hamilton-marketing.com	
16/02/2005	CEEM Central & Eastern European Markets Asset Management AG	SSMA (Eslovenia)
	ALBAG Gesellschaft Fur Allgemeine Finanzierungsberatung GmbH	
	KS Asset Management AG	
	KS Asset Management Schweiz AG	
16/02/2005	Euro Asian PLC	FSC (Isla de Man)
	www.euroasiapl.com	
16/02/2005	Avatar s.p.a.	CONSOB (Italia)
16/02/2005	Management Solutions & Finance	JFSC (Jersey)
	MSF Group Finance and Securities	
	MSF Group Finance and Securities Jersey	
	MSF Group Finance and Securities A.E.	
	MSF Finance U.S.	
	MSF Asset Management	
	MSF Mutual Fund Management Company	
	MSF Finance	
	MSF Leasing	
	MSF Mutual Fund Management	
	MSF Ventures	
	MSF Insurance	

Fecha	Compañías sobre las que advierte	Regulador
	MSF Insurance Brokers www.msf-online.org	
16/02/2005	Global Futures Exchange & Trading Co. Inc. www.globalfutures.com	CONSOB (Italia)
16/02/2005	NEXCEL Group Finance & Securities NEXCEL Group Finance and Securities Jersey NEXCEL Finance U.S. NEXCEL Asset Management NEXCEL Mutual Fund Management Company NEXCEL Finance NEXCEL Leasing NEXCEL Ventures NEXCEL Insurance NEXCEL Insurance Brokers www.ngfsonline.com	JFSC (Jersey)
23/02/2005	www.cfssbv.net City Financial & Security City Financial & Security Services B.V.	FSC (Isla de Man)
23/02/2005	Warner Beck Incorporated Porter Ventures SMI Limited (BVI) Harrison Lee Partners Regions Bank	SFC (Hong Kong)
16/03/2005	Azkenta, S.A.	AMF (Francia)
16/03/2005	Mercantilebanc Inc. UBS Trustco UBS Trust Plc www.ubstrustco.co.ur	JFSC (Jersey)
16/03/2005	Carrington Rothschild Capital	AMF (Francia)
16/03/2005	Harrison Lee Partners Euro Yen Usd Bernard Simpson Consultants Premium Alliance R J MacAllistor Ltd Rockwell & Bond S A Parlement Associates Inc. Youngson International Holding	SFC (Hong Kong)
16/03/2005	Phoenix Kapitaldienst GmbH	BAFIN (Alemania)
16/03/2005	Advance Fee Fraud Cynthia Hayton	FSC (Isla de Man)

Fecha	Compañías sobre las que advierte	Regulador
16/03/2005	Heritage Financial Inc.	SFSA (Suecia)
23/03/2005	Central Security Clearing System	FSC (Isla de Man)
30/03/2005	www.orcb.net	SFC (Hong Kong)
13/04/2005	Bailey and Bennett Mergers and Acquisitions	FSA (Reino Unido)
13/04/2005	http://standardoffshoreonline.com Standard Offshore Bank	FSC (Isla de Man)
13/04/2005	http://gmo-online.net Global Monetary Organisation	FSC (Isla de Man)
13/04/2005	http://pacificassurancetrust.com Pacific Assurance Trust	FSC (Isla de Man)
20/04/2005	Bell International Asset Management www.bellinternationalam.com	SFSA (Suecia)
20/04/2005	Piccadilly Finance Finascore Fudiciary Finascore Finance www.finascorre.com	JFSC (Jersey)
27/04/2005	Asian European Finance Asia Pacific Investment Management Ltd Asia Pacific Group Asia Pacific Asset Management Ltd Asia Pacific Fund Managers Ltd Asia Pacific Group Investment Inc Asia Pacific Holdings Ltd Asia Pacific International Investment Trust Continental Allied Incorporated	SFC (Hong Kong)
27/04/2005	http://societiale.com Banco Societiale Limited	FSC (Isla de Man)
27/04/2005	Rhodes Law Office UK	FSC (Isla de Man)
27/04/2005	Global Financial Trust Bank www.gtf.uk.com	FSC (Isla de Man)
27/04/2005	Gregory & Krest Investment Gregory & Krest Investment Service Online Banking Gregory & Krest Investment Services Offshore Gregory & Krest Investment Bank www.gkrestonline.com	FSC (Isla de Man)
11/05/2005	First Colonial Management Orion Ventures Limited Smith Klein Venture	SFC (Hong Kong)
11/05/2005	Intercontinental Bank Banque Internationale Commerciale	CBF (Bélgica)

Fecha	Compañías sobre las que advierte	Regulador
11/05/2005	Nedcredit Bank Nedcredit Bank Plc Nedcredit Online Banking www.nedcreditbank.co.uk	JFSC (Jersey)
11/05/2005	Advantage IEC	FSA (Reino Unido)
11/05/2005	US Capital FX	FSA (Reino Unido)
11/05/2005	Alexander Rothko Associates	FSA (Reino Unido)
11/05/2005	Bailey and Bennett Mergers and Acquisitions	FSA (Reino Unido)
11/05/2005	Charterhouse International Inc Kensington Price Consulting	FSA (Reino Unido)
11/05/2005	Insta Trade Inc	FSA (Reino Unido)
11/05/2005	International Options Trading (PTY) Ltd	FSA (Reino Unido)
11/05/2005	Jardine Windsor Asset Management	FSA (Reino Unido)
11/05/2005	Langley Advisory Services AG	FSA (Reino Unido)
11/05/2005	Liberty One Advisers LLC	FSA (Reino Unido)
11/05/2005	Meissner Goodison Lee & Associates	FSA (Reino Unido)
11/05/2005	Nationwide Mergers & Acquisitions Inc	FSA (Reino Unido)
11/05/2005	OPM Resources	FSA (Reino Unido)
11/05/2005	Polson and Strong	FSA (Reino Unido)
25/05/2005	Gregory & Krest Investment Gregory & Krest Investment Service Online Banking Gregory & Krest Investment Services Offshore Gregory & Krest Investment Bank www.gkrestonline.com Gregory & Krest Investment Foreign Finance Gregory & Krest Investment & Trust Corporation Gregory & Krest Investment and Securities Gregory & Krest Treasury Management Services	JFSC (Jersey)
25/05/2005	APAC Finance Ltd Crown Choice International Ltd Crown Sense Ltd Iontrack Ltd Options International Ltd Sinowest International Corp Ltd Trimark World Capital Corp SouthTrust Bank The Williams Group	SFC (Hong Kong)
25/05/2005	Roy Atkinson Isle of Man Securities Courier and Finance www.isleofmanscfc.com	FSC (Isla de Man)

Fecha	Compañías sobre las que advierte	Regulador
01/06/2005	Orion Ventures Limited	SFC (Hong Kong)
01/06/2005	www.metroincbank.com Metro Incorporated Bank	FSC (Isla de Man)
01/06/2005	City Credit Online City Bank Online City Credit Online A.D. www.cityonline.com	JFSC (Jersey)
08/06/2005	www.esfs-g.com Euro-Swiss Finance and Securities (ESFS) Group ESFS Group (Jersey) ESFS Offshore Private Banking (Jersey) ESFS Offshore Private Banking	JFSC (Jersey)
08/06/2005	www.esfs-g.com Euro-Swiss Finance and Securities (ESFS) Group ESFS Group (Isle of Man) ESFS Group (Isle of Man) Limited ESFS Group Offshore Private Banking (Isle of Man)	FSC (Isla de Man)
08/06/2005	Banco Societiale Ltd http://www.societiale.org http://societiale.org	FSC (Isla de Man)
15/06/2005	www.hibtc.com Habib Investment Banking & Trading Company Security and Equity Corporation	FSC (Isla de Man)
15/06/2005	www.barriecredits.com Barrie Credit Union Ltd	FSC (Isla de Man)
15/06/2005	SMI Limited (BVI) Global Investor s Network System	SFC (Hong Kong)
22/06/2005	Standard Investment Clearing House www.stdich.com	FSC (Isla de Man)
22/06/2005	Royal Offshore Bank Royal Offshore Bank Jersey Royal Offshore Bank (ROB) of Jersey Guardian Offshore Bank www.royaloffshore.com	JFSC (Jersey)
22/06/2005	White Horse Corp White Horse Corporation WHC Banking Services WHC Bank Inc WHC Trust www.whitehorsecorp.com	JFSC (Jersey)

Fecha	Compañías sobre las que advierte	Regulador
22/06/2005	Bernard Simpson Consultants Smith & Henderson Taylor Ferguson Wells Fargo (no relacionada con Wells Fargo & Company,US) Wilton & Smythe Associates	SFC (Hong Kong)
06/07/2005	Emerging Equity Group	FSA (Reino Unido)
06/07/2005	Brentwood Hall	FSA (Reino Unido)
06/07/2005	Esquela Investments Ltd.	FSA (Reino Unido)
06/07/2005	Fairchild Pierce	FSA (Reino Unido)
06/07/2005	Fordham Financial Management	FSA (Reino Unido)
06/07/2005	Landmark Trade Services Limited	FSA (Reino Unido)
06/07/2005	Mercantile Sterling Management	FSA (Reino Unido)
06/07/2005	eBay (no relacionada con eBay Inc., USA) LaSalle Bank (no relacionado con LaSalle Bank, USA) The Stockton Group	SFC (Hong Kong)
06/07/2005	Nexus Futures	FSA (Reino Unido)
06/07/2005	Tradelinx Investments Ltd Tradelinx Securities Group	FSA (Reino Unido)
06/07/2005	The Roth Group GmbH	FSA (Reino Unido)
13/07/2005	www.recoveredfundaccount.com	JFSC (Jersey)
13/07/2005	Reality Millions RM Private Trust Midas Private Fund ITBG Securities Underwriters Corporation International Business and International Trust Company International Business and Investment Trust Company www.realitymillions.com	JFSC (Jersey)
13/07/2005	World Financial Bank Limited	FSC (Isla de Man)
13/07/2005	Royal Offshore Bank www.royaloffshore.com	FSC (Isla de Man)
13/07/2005	Bacchus Legal & Fiduciary	FSC (Isla de Man)
13/07/2005	BPB Interbank Fiduciary	FSC (Isla de Man)
13/07/2005	Bernard Simpson Consultants Charles Schwab Bank (no relacionado con Charles Schwab Bank, NA) Edenville Consultancy Limited First Swiss Financial Management AG Opus Financial Group The Kaikatsu Group	SFC (Hong Kong)

Fecha	Compañías sobre las que advierte	Regulador
20/07/2005	Warner Beck Incorporated	NAFM (Holanda)
20/07/2005	Pacific Express Investment Bank Pacific Investment bank www.pxivbank.com	FSC (Isla de Man)
20/07/2005	Investecbv Trust & Finance BV www.investecbv.com	FSC (Isla de Man)
03/08/2005	The Stockton Group	NAFM (Holanda)
03/08/2005	Bernard Simpson Consultants Landmark Trade Services Limited The Kaikatsu Group Devlin Stern & Associates	SFC (Hong Kong)
03/08/2005	Atlantic Express Bank www.atlanticexpressbank.com	FSC (Isla de Man)
10/08/2005	Bentley International Management Ltd Morgan Lansky Inc. The Prestige Perspective	SFC (Hong Kong)
10/08/2005	Ivory Bank OnLine	FSC (Isla de Man)
10/08/2005	Maxwell Carter Maxwell Cater	FSC (Isla de Man)
31/08/2005	Goldfield Consultants	FSA (Reino Unido)
31/08/2005	Montague Stearn Advisory	FSA (Reino Unido)
31/08/2005	Arthur Forbes Consulting	FSA (Reino Unido)
31/08/2005	Noble Investments and Securities SL	FSA (Reino Unido)
31/08/2005	Royal Finance Group Royal Finance Group Isle of Man www.royalfinancegroup.com	FSC (Isla de Man)
31/08/2005	Oakmont International LLC Stratford Advisory Services	FSA (Reino Unido)
31/08/2005	Trinity Management	FSA (Reino Unido)
31/08/2005	Mission Finance Limited Youngson International Holding Youngson International Holdings Limited Woodson Ross & Associates	SFC (Hong Kong)
31/08/2005	Greenwood Warren	FSC (Isla de Man)
14/09/2005	Brown Friedmann & Co. Ltd. Brown & Lampe U.S. Portfolio Management Ltd.	FMA (Austria)
14/09/2005	Dragon Securities	SFSA (Suecia)
14/09/2005	Brown Friedmann & Co. Ltd. Brown & Lampe U.S. Portfolio Management Ltd.	FMA (Austria)

Fecha	Compañías sobre las que advierte	Regulador
14/09/2005	Advance Fee Fraud Mike Stevenson	FSC (Isla de Man)
14/09/2005	Global Medical Financing	SFSA (Suecia)
14/09/2005	Harmon Bauer International Inc.	SFSA (Suecia)
14/09/2005	First China Corporate Management Group	SFSA (Suecia)
14/09/2005	Mercury Global Ltd	SFSA (Suecia)
21/09/2005	Finanzmarketing GmbH & Co. KG.	CONSOB (Italia)
21/09/2005	Cheoy Lee Asset Management Asia	SFSA (Suecia)
21/09/2005	Citicap Equity Consultants S.L.	FSA (Reino Unido)
21/09/2005	Legend Merchant Group Inc	FSA (Reino Unido)
28/09/2005	First China Corporate Management Group	SFSA (Suecia)
28/09/2005	Bell International Asset Management	FSA (Reino Unido)
28/09/2005	Lenox International LLP	SFSA (Suecia)
05/10/2005	The Kaikatsu Group	SFC (Hong Kong)
13/10/2005	Universal Credit Union of Sweden Economic	SFSA (Suecia)
13/10/2005	First China Corporate Management Group	SFSA (Suecia)
13/10/2005	Euroswift Private Bank Euroswift www.euroswiftpb.com	JFSC (Jersey)
13/10/2005	Charles Fleming Co., Ltd	SFSA (Suecia)
02/11/2005	GM Services LLC www.gm-services.net	NAFM (Holanda)
02/11/2005	Hojgaard Pierson www.hpforex.com	DFSA (Dinamarca)
02/11/2005	Fong & Marcus Mergers and Acquisitions www.fongma.com International Stock and Asset Compliance Center www.stockandasset.org	SFSA (Suecia)
16/11/2005	Chabert Asset Management	SFSA (Suecia)
16/11/2005	APS International Bank APS bank (sic) APS Group APS Online Banking www.apsgroups.com	JFSC (Jersey)
16/11/2005	Advance Fee Fraud Greenwood Warren Martin Campbell Michael Banks Michael Goodwood	FSC (Isla de Man)

Fecha	Compañías sobre las que advierte	Regulador
16/11/2005	Global Options Group	SFC (Hong Kong)
	Rockwell & Bond S A	
	Global Commodities Inc.	
	Beacon Capital Management	
	Factor Ten Financial	
	Hong Kong and Shanghai Securities Ltd	
	Bernard Simpson Consultans	
16/11/2005	Rapid Private Bank	FSC (Isla de Man)
	www.rapidprivatebank.com	
16/11/2005	Inland ParadiZe Lotto	FSC (Isla de Man)
16/11/2005	Virgin Sky Promotions	FSC (Isla de Man)
16/11/2005	Citi Express Finance and Securities	FSC (Isla de Man)
	Citi Securities Ltd	
	A.J.Brown & Co Ltd	
	www.citisecuritiesltd.com	
23/11/2005	First Swiss Financial Management AG	SFSA (Suecia)
23/11/2005	Isle of Man Financial Group	FSC (Isla de Man)
	www.iomfg.co.uk	
30/11/2005	Rockwell & Bond S A	SFC (Hong Kong)
	Landmark Trade Services Limited	
30/11/2005	Chadwick Seymour & Associates	FSA (Reino Unido)
30/11/2005	The Charinton Group GmbH	FSA (Reino Unido)
30/11/2005	Cohen & Partners	FSA (Reino Unido)
30/11/2005	Coleman Kleinfeld & Associates	FSA (Reino Unido)
30/11/2005	Dempster, Hampton & Duke	FSA (Reino Unido)
30/11/2005	Donavan & Yung Partners	FSA (Reino Unido)
30/11/2005	The Toros Group	SFSA (Suecia)
30/11/2005	Finance Continental Corporation	FSA (Reino Unido)
	Finance Continental Inc	
30/11/2005	Woods and Sheldon	FSA (Reino Unido)
30/11/2005	Flemming Advisory	FSA (Reino Unido)
30/11/2005	Globus Trust Limited	FSA (Reino Unido)
30/11/2005	HC Consultants SL.	FSA (Reino Unido)
30/11/2005	Hydrogain Technologies Inc	FSA (Reino Unido)
30/11/2005	Jefferson Holt Consulting	FSA (Reino Unido)
30/11/2005	Milton Dewar Asset Management	FSA (Reino Unido)
30/11/2005	Montgomery Tate Associates	FSA (Reino Unido)
30/11/2005	Omega Equities	FSA (Reino Unido)
30/11/2005	Opes Ingenium Group	FSA (Reino Unido)

Fecha	Compañías sobre las que advierte	Regulador
30/11/2005	Oxbridge International Limited	FSA (Reino Unido)
30/11/2005	Ridgewell Capital Markets	FSA (Reino Unido)
30/11/2005	Stein Fitzgerald Associates Stein Fitzgerald Group	FSA (Reino Unido)
30/11/2005	Strategic Corporate Services	FSA (Reino Unido)
30/11/2005	Thomson Hill Group	FSA (Reino Unido)
30/11/2005	Titan VC Zurich TVC Zurich	FSA (Reino Unido)
30/11/2005	Trenton Hassel Investment Limited	FSA (Reino Unido)
07/12/2005	Jameson West Associates www.jamesonwest.com	AMF (Francia)
07/12/2005	Advance Fee Fraud Victor R. Vasii	FSC (Isla de Man)
07/12/2005	Finance Online www.iomfonline.co.uk	FSC (Isla de Man)
07/12/2005	Flemings Offshore Bank Flemings Offshore Bank Limited Flemings Offshore Private Banking www.flemings-offshore-bank.com	JFSC (Jersey)
07/12/2005	Marine Trust Bank Marine Trust Bank PLC Marine Trust Bank Plc Securities, Inc www.marinetrustbankplc.com	FSC (Isla de Man)
07/12/2005	Private Investi Consulting	FSC (Isla de Man)
14/12/2005	Templeton Ltd. Surety Company	FSC (Isla de Man)
14/12/2005	Landmark Trade Services Limited Price Stone Group SI	SFC (Hong Kong)
21/12/2005	Tomas Linz Transfer Agency www.tomaslinzta.com	FMA (Austria)
21/12/2005	Begoshi & Partners	SFSA (Suecia)
21/12/2005	Select Capital Management Corporation	SFSA (Suecia)
21/12/2005	Premier Asset Management	SFSA (Suecia)
21/12/2005	Lee & Ching Associates	SFSA (Suecia)
21/12/2005	Wiranda Development	SFSA (Suecia)
28/12/2005	J. Lo Trading Corp. www.jlotrader.com	DFSA (Dinamarca)
28/12/2005	Woods & Sheldon (USA)	EI CBI (Irlanda)
28/12/2005	Delta IMT	NAFM (Holanda)
28/12/2005	Prestige Mergers and Acquisitions Corp	SFSA (Suecia)

Fuente: CNMV.

Anexos Legislativos

A Legislación española

Principales medidas legislativas de ámbito nacional aprobadas en 2005.

A.1 Normas sobre los mercados de valores

Emisores de valores

- **Real Decreto Ley 5/2005, de 11 de marzo**, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública. Mediante esta norma se traspone al ordenamiento español la Directiva 2003/71/CE, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública de venta o admisión a cotización de valores, cuyo objetivo es armonizar las exigencias relativas al proceso de aprobación del folleto exigido para la admisión a cotización de valores en mercados regulados comunitarios y para las ofertas públicas, haciendo efectivo el pasaporte comunitario para dicho documento, así como permitir que el emisor de los valores elija la autoridad competente y el régimen regulatorio para la autorización del folleto.

Asimismo se traspone la Directiva 2002/47/CE, de 6 de junio de 2002, sobre acuerdos de garantía financiera, estableciendo un régimen de los acuerdos de compensación contractual y de las garantías financieras del que cabe destacar la no exigencia de formalidades más allá de la aportación del activo objeto de la garantía y la constancia de ello por escrito.

- **Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre**, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos. El Real Decreto, dictado en desarrollo del Real Decreto Ley 5/2005, homogeniza con el resto de países de la Unión Europea las exigencias relativas a todo el proceso de aprobación del folleto y establece un régimen de admisión a negociación y de ofertas públicas de venta moderno, eficaz y eficiente que permita mantener y mejorar la competitividad de los mercados de valores españoles preservando su seguridad jurídica. Para ello se renueva la normativa existente sobre la materia (Real Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores y Reglamento de las Bolsas Oficiales de Comercio, de 30 de junio de 1967).

- **Orden EHA/3537/2005, de 10 de noviembre**, por la que se desarrolla el artículo 27.4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Esta orden remite a los modelos incluidos en el Reglamento (CE) 809/2004 de la Comisión, de 29 de abril, a los que deben ajustarse los folletos que se emitan conforme a la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo. El Reglamento mencionado recoge un total de 17 anexos con los distintos tipos de modelo aplicables en función de la parte del folleto de que se trate (documento de registro, nota de valores o resumen conforme a la Directiva), del tipo de emisor, de la clase de valor e incluso de la denominación. Para todos aquellos valores excluidos del ámbito de aplicación de esta Directiva los folletos se ajustarán a los modelos aprobados por la CNMV.
- **Orden EHA/3536/2005, de 10 de noviembre**, de determinación de derechos de crédito futuros susceptibles de incorporación a fondos de titulización de activos y de habilitación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para dictar reglas específicas en materia de contabilidad y obligaciones de información aplicables a los fondos de titulización de activos y sus sociedades gestoras. Desarrolla el Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los fondos de titulización de activos y sociedades gestoras de fondos de titulización.

Dicho Real Decreto distingue entre derechos de crédito que figuren en el activo del cedente y derechos de crédito futuros que, constituyendo ingresos o cobros de magnitud conocida o estimada, su transmisión se formalice contractualmente, probando de forma inequívoca, la cesión de la titularidad. La categoría de derechos de crédito futuros contempla un tipo de derecho concreto, el derecho del concesionario al cobro del peaje de autopistas y se remite al Ministerio de Economía y Hacienda la determinación de otro tipo de derecho y las condiciones para su cesión a un fondo de titulización de activos.

Mercados secundarios

- **Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre**, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado, con la intención de culminar la transposición al ordenamiento jurídico español de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado. Hasta ahora, esta Directiva se había transpuesto al derecho español mediante la redacción de los artículos del 81 al 83 ter del Título VII de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV), tras la reforma operada por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero.

Asimismo, el real decreto transpone al ordenamiento jurídico español la Directiva 2003/124/CE de la Comisión sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de la manipulación de mercado; la Directiva 2003/125/CE de la Comisión, sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y la revelación de conflictos de intereses y la Directiva 2004/72/CE de la Comisión de prácticas de mercado aceptadas, la definición de información privilegiada para los instrumentos derivados sobre materias primas, la elaboración de listas de personas con información privilegiada, la notificación

de las operaciones efectuadas por directivos y la notificación de operaciones sospechosas.

- **Resolución de 20 de julio de 2005**, de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, por la que se regulan los Creadores de Mercado de Deuda Pública del Reino de España. Esta norma sustituye la Resolución de 5 de marzo de 2003 con el fin de adaptar el régimen de los Creadores de Mercado a los cambios operados en los mercados de Deuda Pública en los dos últimos años e introduce medidas para impulsar el mercado de valores segregados o “*strips*”.

Empresas de servicios de inversión

- **Orden EHA/848/2005, de 18 de marzo**, por la que se determina el régimen de la inversión de los saldos de las cuentas acreedoras de carácter instrumental y transitorio que las sociedades y agencias de valores mantengan con sus clientes. En la presente Orden Ministerial se definen los activos líquidos y de bajo riesgo en los que podrán estar invertidos los saldos de las cuentas acreedoras de carácter instrumental y transitorio que las sociedades y agencias de valores mantengan con sus clientes. La Orden se completa con la determinación de las situaciones concretas cuya concurrencia puede provocar una mayor restricción o condicionamiento de la inversión en tales activos para una sociedad o agencia de valores que presente una situación de riesgo relativa a su solvencia, resultados, viabilidad, liquidez o deficiencia organizativa.

Instituciones de inversión colectiva

- **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 instituciones de inversión colectiva, y se adapta el régimen tributario de las instituciones de inversión colectiva. La Ley 35/2003, de 4 de noviembre, que supuso la introducción de importantes novedades en el sector de la inversión colectiva en España, se asienta sobre tres principios fundamentales: (i) dotar al sector de una adecuada flexibilidad que permita que las estructuras de inversión colectiva puedan adaptarse a los sucesivos y continuos cambios que demanda el mercado, (ii) establecer las medidas y procedimientos necesarios para garantizar una protección adecuada de los inversores y (iii) modernizar todo el régimen administrativo, simplificar los procedimientos y reducir los plazos de autorizaciones. Su carácter de ley abierta o de principios hacía necesaria la aprobación de un Reglamento que concretase y desarrollase los objetivos de la misma.

- i. Pues bien, el principio de flexibilización del marco de actuación de las instituciones de inversión colectiva se manifiesta en el reglamento en una serie de medidas que persiguen evitar las restricciones o el establecimiento de obstáculos innecesarios a las posibilidades de inversión y de actuación de las instituciones de inversión colectiva españolas. Destaca la creación de clases de participaciones o de series de acciones dentro de una misma institución de inversión colectiva, la regulación de las instituciones de inversión colectiva de

inversión libre¹, o la eliminación de la obligación de que las acciones de las sociedades de inversión colectiva de carácter financiero deban negociarse en bolsas de valores.

- ii. El principio de protección de los inversores se manifiesta en la concreción y desarrollo de los deberes de diligencia y lealtad de las sociedades gestoras y del deber de vigilancia de la actuación de la sociedad gestora, encomendado al depositario. Además, el reglamento somete a las sociedades gestoras, depositarios, comercializadores y sociedades de inversión al cumplimiento de un conjunto de normas de conducta con el objetivo de prevenir los conflictos de interés.
- iii. El principio de mejora del régimen de intervención administrativa se culmina en el reglamento con la concreción del régimen de creación y modificación de los compartimentos de las instituciones de inversión colectiva y con el establecimiento del régimen administrativo de intervención.
- iv. Por último, es preciso señalar que con el reglamento se cierra la transposición al ordenamiento jurídico español de las Directivas 2001/107/CE y 2001/108/CE. Por un lado, se concreta definitivamente la política de inversión de las instituciones de inversión colectiva de carácter financiero, ampliando sus posibilidades de inversión a los depósitos bancarios, instituciones de inversión colectiva, instrumentos financieros derivados y a los activos del mercado monetario no cotizados, entre otros. Por otro lado, se termina de perfilar el régimen jurídico de las sociedades gestoras concretando, entre otras cuestiones, los requisitos para la delegación de actividades o el régimen de recursos propios.

Conglomerados financieros

- **Real Decreto 1332/2005, de 11 de noviembre**, por el que se desarrolla la Ley 5/2005, de 22 de abril, de supervisión de los conglomerados financieros y por la que se modifican otras leyes del sector financiero. Esta norma permite completar la transposición al derecho español de la Directiva 2002/87/CE, de 16 de diciembre de 2002, e incorpora nuestro ordenamiento jurídico la Directiva 2005/1/CE, de 9 de marzo de 2005. Con su publicación se responde a dos objetivos básicos: el establecimiento de un régimen de supervisión adicional para los conglomerados financieros y la revisión de las normas sectoriales para garantizar la coherencia y eficacia de este sistema.

Entidades de capital-riesgo

- **Ley 25/2005, de 24 de noviembre**, de Entidades de Capital Riesgo y sus Sociedades Gestoras. Ante el desarrollo moderado de la actividad de capital riesgo en nuestro país, la nueva ley, respetando el contenido básico de la ley que sustituye (Ley 1/1999, de 5 de enero) introduce varias modificaciones dirigidas a flexibili-

1. Conocidas popularmente por el término anglosajón *hedge funds*.

zar y dinamizar esta actividad. Estas modificaciones pueden resumirse en tres pilares: (i) agilización del régimen administrativo, (ii) flexibilización de las reglas de inversión e (iii) introducción de la operativa aceptada en la práctica de la industria del capital riesgo de los países más avanzados.

Normativa contable

- **Circular 1/2005, de 1 de abril**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se modifican los modelos de información pública periódica de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en Bolsas de Valores. La normativa persigue un triple objetivo: (i) por un lado, se modifican los modelos de información pública periódica de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en Bolsas de Valores y se recogen las modificaciones resultantes de la aplicación de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) obligatorias para las cuentas anuales de los ejercicios iniciados en 2005 en los modelos de información a suministrar, (ii) además, se incorpora un nuevo apartado en el que se detallan las operaciones con partes vinculadas como consecuencia de lo dispuesto por la redacción dada al artículo 35 de la Ley del Mercado de Valores a través de la Ley 44/2002, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, y, por último, (iii) se homogeneiza y detalla la información que ya venían suministrando las entidades obligadas acerca de los empréstitos u otros valores que generan deuda, además de establecerse el régimen transitorio de presentación de la información financiera aclarando la forma en la que se pasa de suministrar la información de unos a otros modelos.

Gobierno corporativo

- **Circular 2/2005, de 21 de abril**, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre el informe anual de gobierno corporativo y otra información de las cajas de ahorros que emitan valores admitidos a negociación en Mercados Oficiales de Valores. Esta Circular desarrolla los mandatos de la Orden ECO/354/2004, de 17 de febrero, de forma simétrica a lo establecido en la Circular 1/2004 de la CNMV, para las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores, con las especificaciones propias de las cajas de ahorros. También aquí cabe destacar las diferentes exigencias de información que se imponen a las cajas de ahorros que emitan cuotas participativas y a las que no lo hagan, eximiendo a estas últimas de cumplimentar algunos de los apartados requeridos en el modelo general.
- **Recomendación (162/2005/CE) de la Comisión, de 15 de febrero**, sobre el papel de los consejeros externos o supervisores de las sociedades cotizadas y sobre los comités del consejo de administración o supervisión. A tenor de esta Recomendación, el equipo gestor de las empresas cotizadas debe estar sometido a una supervisión eficaz e independiente. Para conseguir este objetivo, el consejo de administración o de supervisión debe contar con el suficiente número de consejeros que sean independientes. Se entenderá que un consejero es independiente cuando no esté vinculado por relaciones comerciales, familiares o de otro tipo con la empresa, sus accionistas significativos o con la dirección ejecutiva, de tal forma que ningún conflicto de intereses obstaculice su capacidad de juicio.

Comisión Nacional del Mercado de Valores

- **Ley 23/2005, de 18 de noviembre**, de reformas en materia tributaria para el impulso a la productividad. Con el fin de estimular la competitividad del mercado financiero, el Título IV de esta Ley introduce descensos sustanciales en las tasas cobradas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores por diversos conceptos, bien reduciendo la cuantía de los límites ya existentes o introduciendo límites en casos en que no existía límite alguno. Los hechos imposables que se ven afectados son el registro de folletos informativos de oferta pública de venta o suscripción de valores de renta variable y de renta fija, el registro de folletos informativos de admisión de valores de renta variable y de renta fija, la supervisión del proceso de verificación de requisitos de admisión en mercados secundarios de valores de renta fija y la tramitación de solicitudes de autorización de ofertas públicas de adquisición.

A.2 Otras normas españolas con incidencia en los mercados de valores

- **Ley 19/2005, de 14 de noviembre**, sobre la sociedad anónima europea domiciliada en España. Esta Ley tiene por objeto cumplir con el mandato establecido en el artículo 68 del Reglamento (CE) n.º 2157/2001 del Consejo, de 8 de octubre de 2001, por el que se aprueba el Estatuto de la Sociedad Anónima Europea, que impone a los Estados miembros de la Unión Europea la obligación de adoptar todas aquellas disposiciones que sean precisas para garantizar la efectividad de las normas de aplicación directa que en él se contienen.

La sociedad anónima europea es una nueva forma social que se añade al catálogo de las reconocidas en los respectivos ordenamientos jurídicos, ampliando así la libertad de establecimiento en el territorio de la Unión Europea. Se ha optado por un modelo que, aunque orientado hacia las grandes sociedades, no impide el acceso a iniciativas de dimensión media o incluso de dimensión modesta. El régimen jurídico de la Sociedad Anónima Europea se asemeja al de la Sociedad Anónima: personalidad jurídica propia, responsabilidad limitada de los socios, capital representado en acciones. El capital mínimo es de 120.000 euros. Se regirá por Junta General de Accionistas, órgano de Administración y podrá contar con un órgano de vigilancia, con la facultad de nombrar a sus administradores y controlar su gestión. En cuanto a su fiscalidad, es tratada como cualquier multinacional, sometándose al régimen fiscal de la legislación nacional tanto a la Sociedad Anónima Europea como a sus sucursales.

- **Real Decreto 54/2005, de 21 de enero**, por el que se modifica el Reglamento de la Ley 19/1993, de 28 de diciembre, sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales, aprobado por el Real Decreto 925/1995, de 9 de junio, y otras normas de regulación del sistema bancario, financiero y asegurador. Este Real Decreto incorpora la reforma recogida en la Ley 19/2003, de 4 de julio, de la Ley 19/1993, de 28 de diciembre, sobre prevención de blanqueo de capitales a la luz de la Directiva 2001/97/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de diciembre de 2001, modificando el reglamento que desarrollaba esta materia, el Real Decreto 925/1995, de 9 de junio. Incluye también los estándares propuestos por diversos organismos internacionales y modificaciones aconsejadas por la ex-

perencia acumulada de los últimos años y cambios organizativos en la Administración española.

- **Resolución de 21 de octubre de 2005**, de la Secretaría General para la Prevención de la Contaminación y del Cambio Climático, por la que se encomienda la llevanza del Registro Nacional de Derechos de Emisión al que se refiere el artículo 25 del Real Decreto-ley 5/2004, de 27 de agosto, por el que se regula el Régimen del Comercio de Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero a la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A..

B Legislación europea

En 1999 la Comisión Europea elaboró un plan de acción (PASF, Plan de Acción de Servicios Financieros) destinado a mejorar el mercado único de los servicios financieros durante los cinco años siguientes, sobre la base de medidas legislativas por adoptar. En 2004 se consideró que el grueso de la fase legislativa había concluido pues se habían adoptado 39 de las 42 propuestas legislativas. En materia de valores, la normativa pendiente es la relativa a la adecuación de los fondos propios de las entidades de inversión y de las entidades de crédito, que ya ha sido aprobada por el Parlamento Europeo, pero que está en espera de su aprobación por el Consejo.

A finales de 2005, la Comisión Europea propuso realizar la primera parte de la evaluación del PASF. Para ello, se pidió la opinión de los diversos agentes tanto del proceso regulatorio en su conjunto como de la adopción concreta de las medidas legislativas. Las conclusiones de esta primera parte de la evaluación serán publicadas a mediados de 2006.

La Comisión Europea realizó además una propuesta de Directiva relativa a los servicios de pago² y una propuesta de Reglamento relativo a la información sobre los ordenantes que acompaña a las transferencias de fondos³. También presentó una serie de Libros Verdes sujetos a consulta pública que podrían derivar en propuestas de legislación en un futuro:

- El Libro Verde sobre la política de los servicios financieros⁴ para el periodo 2005-2010. El objetivo es consolidar los progresos efectuados hacia un mercado financiero europeo integrado, abierto y competitivo. Se concentra en tres ámbitos: los fondos de inversión, los servicios financieros de detalle y la gestión de los activos.
- El Libro Verde sobre la mejora del marco de la UE para los fondos de inversión⁵. Se trata de responder a los profundos cambios estructurales que conoce la industria en el ámbito de la comercialización de los fondos.

2. COM(2005) 603.

3. COM(2005) 343.

4. COM(2005) 177.

5. COM(2005) 314.

- El Libro Verde sobre el crédito hipotecario en la Unión Europea⁶. Se pretende evaluar la pertinencia general de una intervención de la Comisión en este sector. También fomentar una integración más avanzada de los mercados interesados en ámbitos determinantes como son la protección de los consumidores, las cuestiones jurídicas, las seguridades hipotecarias y la financiación del crédito hipotecario. Estas actuaciones podrían afectar a los mercados de de capitales en el ámbito de la titulización de activos financieros.

Por otra parte, también hay que señalar la elaboración de un Libro Blanco sobre la política de los servicios financieros para 2005-2010 (véase recuadro sobre el mismo en el capítulo 15).

A continuación se describe la normativa más importante adoptada tanto por el Parlamento y Consejo Europeos como por la Comisión Europea en materia de valores a lo largo de 2005. Además, en el último apartado se relacionan los mandatos de la Comisión Europea al Comité de Reguladores de Valores Europeos (CESR) para el desarrollo de medidas de nivel 2. La relación de actividades de CESR correspondientes al nivel 3 así como las actuaciones de sus grupos permanentes de trabajo se detallan en el capítulo 15 del informe.

B.1 Legislación aprobada por el Parlamento y Consejo Europeos

La legislación aprobada por el Parlamento y Consejo Europeos durante 2005 fue la siguiente:

- **Directiva 2005/1/CE** del Parlamento Europeo y del Consejo, de 9 de marzo de 2005, por la que se modifican las Directivas 73/239/CEE, 85/611/CEE, 91/675/CEE, 92/49/CEE y 93/6/CEE del Consejo y las Directivas 94/19/CE, 98/78/CE, 2000/12/CE, 2001/34/CE, 2002/83/CE y 2002/87/CE, a fin de establecer una nueva estructura organizativa de los comités de servicios financieros.

El objetivo primordial de esta nueva Directiva ha sido el de ampliar el modelo o proceso Lamfalussy, inicialmente pensado para el sector de valores mobiliarios, a los sectores de Banca y Seguros. De esta manera, y siguiendo el modelo establecido en valores con la creación del Comité Europeo de Valores, se reconocen dos nuevos comités de servicios financieros para las medidas de nivel 2: el Comité Bancario Europeo y el Comité Europeo de Seguros y Pensiones de Jubilación.

- **Directiva 2005/29/CE** del Parlamento Europeo y del Consejo, de 11 de mayo de 2005, relativa a las prácticas comerciales desleales de las empresas en sus relaciones con los consumidores en el mercado interior, que modifica la Directiva 84/450/CEE del Consejo, las Directivas 97/7/CE, 98/27/CE y 2002/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y el Reglamento (CE) no 2006/2004 del Parlamento Europeo y del Consejo (Directiva sobre las prácticas comerciales desleales).

La Directiva establece la prohibición de realizar prácticas comerciales desleales por parte de las empresas en sus relaciones con los consumidores antes, durante

6. COM(2005) 327.

y después de una transacción comercial en relación con un producto, incluidos los servicios financieros. En relación a estos y a los bienes inmuebles, la norma indica que los Estados miembros podrán imponer requisitos más exigentes o más restrictivos que los previstos en la Directiva.

B.2 Legislación aprobada por la Comisión Europea

En 2005, la Comisión Europea aprobó los siguientes reglamentos, todos ellos para introducir algunas modificaciones en las NIIF adoptadas por el Reglamento (CE) n° 1725/2003 de la Comisión, de 29 de septiembre de 2003, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad (NIC) de conformidad con el Reglamento (CE) n° 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo.

- **Reglamento (CE) n° 211/2005** de la Comisión, de 4 de febrero de 2005, que modifica el Reglamento (CE) n° 1725/2003, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) n° 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a las NIIF 1 y 2 y a las NIC 12, 16, 19, 32, 33, 38 y 39. La novedad más relevante de este reglamento es la adopción de la NIIF 2 sobre pagos basados en acciones, que, modificando los anteriores criterios contables por los que estos pagos quedaban fuera de las cuentas de resultados, impone la obligación de reflejar en las cuentas anuales los efectos de los pagos basados en acciones, incluidos aquellos derivados de opciones de compra concedidas a directivos y empleados.
- **Reglamento (CE) n° 1073/2005** de la Comisión, de 7 de julio de 2005, que modifica el Reglamento (CE) n° 1725/2003, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) n° 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a la interpretación CINIIF⁷ 2. Esta normativa aclara que la clasificación de las aportaciones de socios de cooperativas como pasivo financiero o como patrimonio depende de las características de dichas aportaciones, especialmente las características de rescate.
- **Reglamento (CE) n° 1751/2005** de la Comisión, de 25 de octubre de 2005, que modifica el Reglamento (CE) n° 1725/2003 por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad, de conformidad con el Reglamento (CE) n° 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a la NIIF 1, NIC 39 y SIC⁸ 12. Este reglamento fue adoptado para facilitar la transición a las NIC/NIIF mediante una modificación a la NIC 39 (Instrumentos financieros: Reconocimiento y valoración-Transición y reconocimiento inicial de activos financieros y pasivos financieros), y coordinar la SIC 12 (Alcance de la SIC-12 Consolidación-Entidades de cometido específico) con la NIC 19 (Retribuciones a los empleados) y la NIIF 2 (Pagos basados en acciones).
- **Reglamento (CE) n° 1864/2005** de la Comisión, de 15 de noviembre de 2005, por el que se modifica el Reglamento (CE) n° 1725/2003 por el que se adoptan deter-

7. Comité de Interpretación de las Normas Internacionales de Información Financiera.

8. Comité de Interpretación de las Normas Internacionales de Contabilidad.

minadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) nº 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, por lo que respecta a la NIIF 1 y a las NIC 32 y 39. Con esta norma se completó la NIC 39, en cuya adopción habían sido excluidas algunas disposiciones relativas a la opción del valor razonable y la contabilidad de las coberturas.

- **Reglamento (CE) nº 1910/2005** de la Comisión, de 8 de noviembre de 2005, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 1725/2003, por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) nº 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que respecta a las NIIF 1 y 6, a las NIC 1, 16, 19, 24, 38 y 39 y a las interpretaciones CINIIF 4 y 5. Los aspectos más relevantes de este reglamento están en la adopción de la NIIF 6 (Exploración y evaluación de recursos minerales), la modificación de la NIC 19 (Retribuciones a los empleados) y la implementación de las interpretaciones CINIIF 4 (Determinación de si un contrato contiene un arrendamiento) y CINIIF 5 (Derechos por la participación en fondos para el desmantelamiento, la restauración y la rehabilitación medioambiental).
- **Reglamento (CE) nº 2106/2005** de la Comisión, de 21 de diciembre de 2005, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 1725/2003 por el que se adoptan determinadas Normas Internacionales de Contabilidad de conformidad con el Reglamento (CE) nº 1606/2002 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo relativo a la NIC 39. El reglamento modificó esta norma considerando práctica común de gestión del riesgo el designar el riesgo de tipo de cambio de una transacción prevista intragrupo como partida cubierta, al apreciar que en el marco de la NIC 39 solamente podía designarse como partida cubierta una transacción externa a la entidad.

B.3 Mandatos de la Comisión Europea a CESR para el desarrollo de medidas de nivel 2

En 2005, CESR continuó asesorando a la Comisión Europea en la elaboración de normativa de nivel 2, de desarrollo de las principales directivas de nivel 1 que formaban parte del Plan de Acción de Servicios Financieros. Técnicos de la CNMV participaron en todos los grupos de trabajo formados en el seno de CESR para desarrollar los trabajos de asesoramiento a la Comisión. Durante el pasado ejercicio, CESR recibió mandatos de asesoramiento de la Comisión en relación con las siguientes normas de nivel 2:

- **Directiva 2004/109/CE sobre Transparencia.** CESR recibió en 2005 mandato para asesorar sobre el archivo y almacenamiento de la información regulada en la Directiva y finalizó su trabajo ese mismo año. El asesoramiento a la Comisión Europea se produjo sobre las siguientes materias concretas:
 - Difusión de la información regulada en la Directiva.
 - Comunicación de participaciones significativas.
 - Contenido de los informes semestrales.
 - Equivalencia de los requisitos de transparencia para emisores de terceros países.

- Procedimientos a seguir en los casos en los que el emisor puede elegir su país de origen, de acuerdo con el texto de la Directiva.
- **Reglamento (CE) nº 809/2004, sobre la información contenida en los folletos.** Se solicitó asesoramiento sobre la posibilidad de modificación del reglamento en relación a la información financiera histórica a incluir en los folletos, en particular para aquellos emisores con historia financiera compleja. El trabajo de asesoramiento también finalizó en 2005.

Además, CESR finalizó en 2005 un mandato de la Comisión de 2004 referente a la **Directiva 2004/39/CE relativa a los Mercados de Instrumentos Financieros**. CESR facilitó en dos ocasiones, durante 2005, asesoramiento a la Comisión Europea sobre el desarrollo posterior de esta norma, que es probablemente el pilar principal de la nueva regulación europea sobre los mercados de valores. Las materias cubiertas en estos mandatos son:

- Independencia de la función de cumplimiento normativo en las ESI.
- Obligaciones de las ESI referidas a sistemas internos, recursos y procedimientos en función de las actividades desarrolladas.
- Obligaciones de las ESI de evitar riesgos indebidos en el caso de subcontratar servicios.
- Obligaciones relativas al mantenimiento de registros de las operaciones realizadas por clientes.
- Métodos y procedimientos de salvaguarda de los activos de clientes.
- Información fiable, clara y no engañosa de las comunicaciones de las ESI a sus clientes.
- Contenido mínimo de los contratos y la información a clientes.
- Informes de analistas y medidas para evitar posibles conflictos de interés cuando se desarrolla esta actividad.
- Principio de mejor ejecución de órdenes de clientes.
- Test de idoneidad para conocer al cliente y poder proporcionarle los servicios o productos que mejor se adapten a su perfil.
- Servicios de ejecución de órdenes que no incluyen asesoramiento o recomendación por parte de los intermediarios sobre instrumentos no complejos.
- Criterios que deben tenerse en cuenta para poder considerar contrapartes elegibles a determinadas empresas.
- Intercambio de información entre autoridades supervisoras.
- Obligaciones de cooperación para los estados miembros de acogida.
- Criterios y métodos para informar de las operaciones realizadas a las autoridades competentes.
- Transparencia de mercado en relación con la información previa y posterior a la negociación que debe facilitarse, así como mecanismos de difusión de la misma tanto para operaciones realizadas en mercados organizados como para sistemas multilaterales de negociación o internalizadores sistemáticos.
- Criterios que deben considerarse previos a la admisión a negociación de instrumentos financieros.
- Sistemas organizativos que deben tener las ESI para el normal desarrollo de sus actividades.
- Normas de conducta que deben aplicar las ESI que provean servicios a clientes.

Anexos organización CNMV

Composición del Consejo de la CNMV

Presidente	D. Manuel Conthe Gutiérrez
Vicepresidente	D. Carlos Arenillas Lorente
Consejeros	Dña. Soledad Núñez Ramos ¹
	D. Gonzalo Gil García
	Dña. Soledad Plaza y Jabat
	D. Julio Segura Sánchez ²
	D. Luis Perezagua Clamagirand
Secretario	D. Javier Rodríguez Pellitero

Composición del Comité Ejecutivo de la CNMV³

Presidente	D. Manuel Conthe Gutiérrez
Vicepresidente	D. Carlos Arenillas Lorente
Consejeros	Dña. Soledad Plaza y Jabat
	D. Julio Segura Sánchez
	D. Luis Perezagua Clamagirand
Secretario	D. Javier Rodríguez Pellitero

-
1. Directora General del Tesoro y Política Financiera. Nombrada por Real Decreto 133/2005, de 4 de febrero. Sustituye en el cargo a Dña. Belén Romana García.
 2. Nombrado por ORDEN EHA/689/2006, de 13 de marzo. Sustituye en el cargo a D. Juan Junquera González.
 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. Carlos Arenillas Lorente
-------------------	-----------------------------

Secretario	D. Javier Rodríguez Pellitero
-------------------	-------------------------------

Vocales

Representantes de los miembros de los mercados secundarios oficiales

Titular	D. Sebastián Albella Amigo
---------	----------------------------

Suplente	D. Ignacio Olivares Blanco
----------	----------------------------

Titular	D. Jaime Aguilar Fernández-Hontoria
---------	-------------------------------------

Suplente	D. Manuel Ardanza Fresno
----------	--------------------------

Titular	D. José M ^a Antúnez Xaus
---------	-------------------------------------

Suplente	D. Antonio Gallego González
----------	-----------------------------

Titular	D. Ignacio Solloa Mendoza
---------	---------------------------

Suplente	D. Luis Vía Fernández
----------	-----------------------

Titular	D. Francisco Oña Navarro
---------	--------------------------

Suplente	D. Julio Alcántara Lera
----------	-------------------------

Titular	D. Ignacio Gómez-Sancha Trueba
---------	--------------------------------

Suplente	Dña. Ana Ibáñez Díaz-Bustamante
----------	---------------------------------

Representantes de los emisores

Titular	D. José M ^a Méndez Álvarez-Cedrón
---------	--

Suplente	D. Juan Carlos Manzano-Monis López-Chicheri
----------	---

Titular	D. José Luis Alonso Iglesias
---------	------------------------------

Suplente	Dña. M ^a Teresa Saez Ponte
----------	---------------------------------------

Titular	Dña. Ana Bartolomé Delicado
---------	-----------------------------

Suplente	Dña. Teresa Conesa Fábregues
----------	------------------------------

Titular	D. Juan Luis Sabater Navarro
---------	------------------------------

Suplente	D. Luis Cortés Domínguez
----------	--------------------------

4. Real Decreto 504/2003, de 2 de mayo, por el que se regula el Comité Consultivo de la CNMV, aplicable por vez primera a la renovación del Comité Consultivo que correspondió efectuar el 1 de abril de 2004.

Composición del Comité Consultivo de la CNMV (continuación)

Anexos
Anexos Organización

Representantes de los inversores

Titular	D. Manuel Pardos Vicente
Suplente	Dña. Ana Isabel Ceballo Sierra
Titular	Dña. Pilar González de Frutos
Suplente	Dña. M ^a Aranzazu del Valle Schaan
Titular	D. Antonio M ^a Malpica Muñoz
Suplente	D. José Manuel Pomarón Bagües
Titular	D. Mariano Rabadán Forniés
Suplente	D. Ángel Martínez-Aldama Hervás

Representantes de las Comunidades Autónomas con mercado secundario oficial

País Vasco

Titular	D. Juan Miguel Bilbao Garai
Suplente	D. Miguel Bengoechea Romero

Cataluña

Titular	D. Miquel Salazar i Canalda
Suplente	D. Josep María Sánchez i Pascual

Comunidad Valenciana

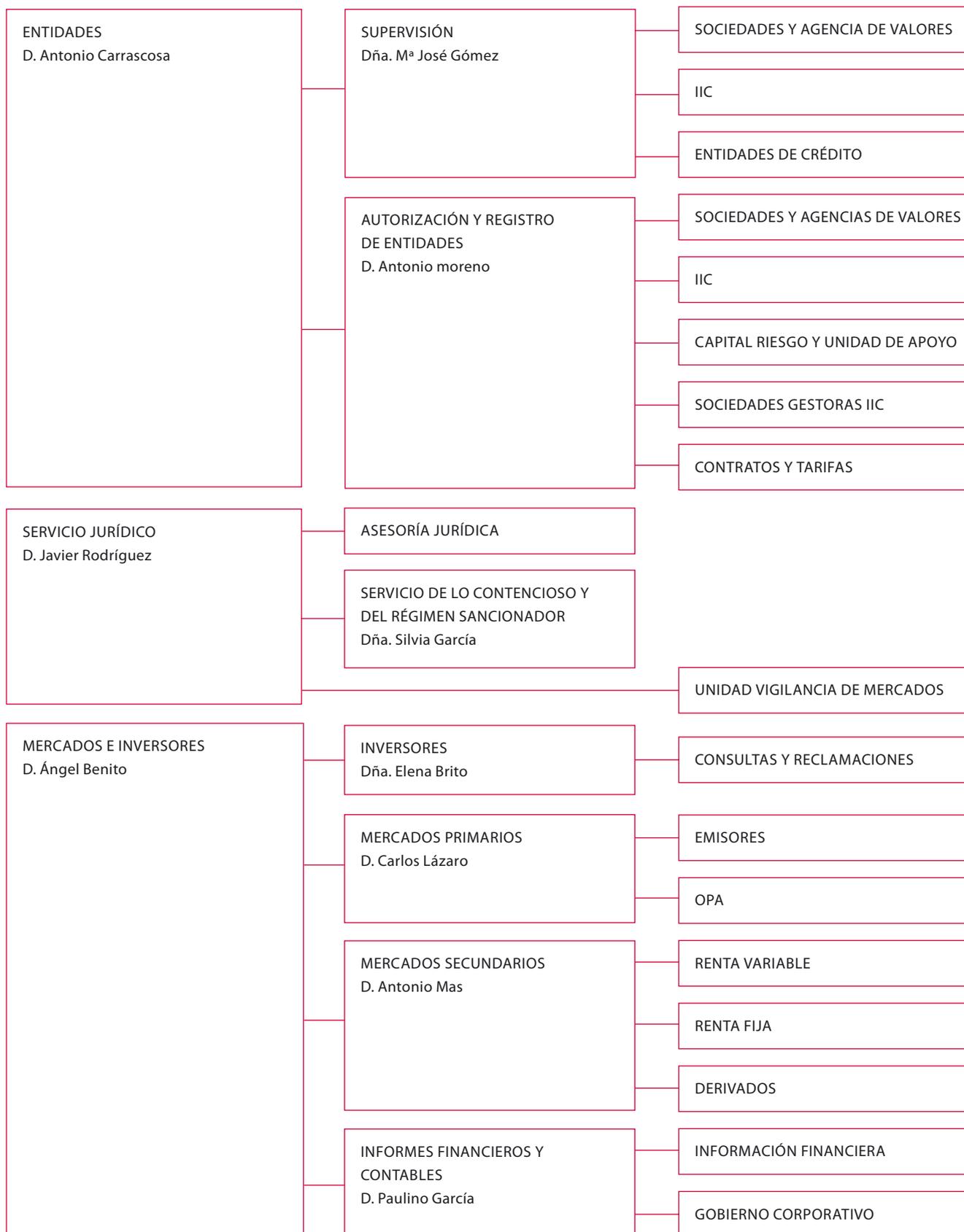
Titular	D. Enrique Pérez Boada
Suplente	D. Nicolás Jannone Bellot

Direcciones de la CNMV

Dirección General

Dirección

Subdirección



Direcciones de la CNMV (continuación)

Dirección General

Dirección

Subdirección



1. Según el artículo 41 del Reglamento de Régimen Interior de la CNMV, depende directamente del Comité Ejecutivo de la CNMV.

© CNMV. Madrid, 2006.

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.

Diseño gráfico: Margen

Impresión: Artes Gráficas Palermo, S.L.

ISBN: 84-87870-51-1

Depósito Legal: M-24932-2006

