

COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

**MEMORIA
2000**

I.S.B.N.: 84-87870-23-6
Depósito Legal: M. 21.251 - 2001
© Comisión Nacional del Mercado de Valores
Se autoriza la reproducción de las informaciones contenidas en esta publicación
siempre que se mencione la procedencia.
Imprime FER/EDIGRAFOS, S. A.

CARTA DE LA PRESIDENTA DE LA CNMV

Estimado lector:

Me complace presentarle la Memoria de la CNMV correspondiente al año 2000. A través de esta publicación, la CNMV cumple un mandato legal claramente especificado en el artículo 13 de la Ley del Mercado de Valores, en el que se nos requiere a dar cuenta de nuestra actuación. Lo hacemos con mucho gusto, porque somos conscientes de la importancia de las tareas que la sociedad española nos ha encomendado y, por tanto, de la necesidad de proporcionar a los ciudadanos elementos de juicio suficientes para que puedan valorar nuestra actuación.



En el año 2000 la actividad de los mercados de valores españoles se desarrolló en un contexto internacional menos favorable que en años anteriores, ya que se produjo un descenso generalizado de las cotizaciones de la renta variable. A pesar de ello, nuestros mercados mantuvieron un elevado nivel de actividad y las empresas continuaron utilizándolos de un modo notable para financiarse mediante emisiones de renta fija y ampliaciones de capital. El crecimiento de la actividad emisora durante los últimos años es, sin duda, una excelente noticia para el desarrollo global de los mercados españoles, ya que se trataba de una asignatura pendiente de gran importancia.

Los proveedores de servicios financieros en los mercados de valores operan en un escenario cada vez más exigente. Durante el año 2000 hemos tenido nuevas pruebas de que la industria de valores española tiene la voluntad de ser cada vez más eficiente para servir a sus clientes y competir en el escenario internacional. Así cabe deducirlo de las iniciativas que se están produciendo en diversos ámbitos del mercado.

El trabajo de la CNMV tiene como principales beneficiarios a los inversores españoles, a quienes debemos de garantizar una adecuada protección. Con esta finalidad, y entre otras actividades, la CNMV prestó durante el pasado año una especial atención a la mejora de la calidad de la información al mercado, destacando particularmente el esfuerzo en materia de auditorías y el desarrollo de los nuevos requisitos de información sobre las remuneraciones de consejeros y directivos asociadas al valor de las acciones de la compañía en la que prestan sus servicios. Igualmente importante fue el esfuerzo para detectar y sancionar las actividades ilegales de los intermediarios no registrados.

España disfruta de un sistema de regulación y supervisión moderno y eficaz, pero debemos seguir perfeccionándolo. Nuestro sistema de regulación y supervisión se encuentra entre los más desarrollados y la CNMV tiene el propósito de mantener su calidad. Las nuevas tendencias de los mercados financieros demandan modificaciones en la regulación. La CNMV participa en la idea de que se puede mejorar la eficiencia de la regulación simplificando procedimientos burocráticos y en ese camino avanzará en los próximos años, pero garantizando la “proporcionalidad” entre los objetivos de contribuir a la integración del mercado y facilitar la innovación y competencia, y el de establecer una adecuada protección a los inversores. Esa proporcionalidad define lo que se puede entender por “una buena regulación”.

También es necesario desarrollar un esfuerzo importante en relación con la construcción del mercado único europeo de valores. La Unión Europea desea que los ciudadanos europeos disfruten cuanto antes de las indudables ventajas de una mayor integración de los mercados europeos y está impulsando una profunda reforma de la regulación europea. La CNMV tiene la convicción de que esas ventajas sólo podrán hacerse efectivas plenamente en un marco de regulación basado en elevados estándares de calidad y con un sistema de supervisión que asegure una aplicación consistente y homogénea de los mismos. La CNMV está trabajando en los foros europeos especialmente, pero también en otros internacionales, para que este criterio sea tenido en cuenta.

Un cordial saludo.

*Pilar Valiente
Madrid, abril de 2001*

ÍNDICE GENERAL

Abreviaturas	9
1. Organización y Gestión	11
Organigrama	11
Administración	12
La Agencia Nacional de Codificación de Valores (ANCV)	14
2. Ordenación de los mercados	15
Disposiciones legislativas de 2000 que afectan a los mercados de valores	15
Otras disposiciones de 2000	17
Directivas comunitarias	17
Cartas Circulares	17
3. Desarrollo del Mercado	19
El avance hacia el mercado único de servicios financieros en Europa: desarrollo de la normativa comunitaria	19
Movimientos estratégicos en Europa en el ámbito de los mercados organizados y los servicios de compensación y liquidación	22
Iniciativas de los mercados españoles para potenciar su competitividad	24
4. Autorización de entidades	28
Empresas de servicios de inversión y sociedades gestoras de IIC (SGIIC)	28
Instituciones de inversión colectiva	30
Entidades de capital-riesgo	32
Sociedades gestoras de fondos de titulización	32
Actuación transfronteriza	32
5. La supervisión de la inversión colectiva y de los intermediarios	34
Control interno	34
Visitas a las entidades	38
La solvencia de sociedades gestoras de IIC y de las empresas de servicios de inversión	38
Modelo normalizado de contrato-tipo de gestión discrecional e individualizada de carteras	39
6. Información la mercado de las sociedades emisoras	40
Emisiones y OPV	40
Otras emisiones registradas en la CNMV	41
Reconocimiento mutuo	41
Requisitos de admisión y normas de transparencia de los emisores en el Nuevo Mercado	42
Información periódica de las sociedades cotizadas	43
Información sobre derechos de opción y sistemas retributivos de administradores y directivos en empresas cotizadas	45
Información sobre el grado de adopción y cumplimiento del Código de Buen Gobierno en las sociedades cotizadas	46
7. El mercado de control empresarial: OPA	48
Aspectos de especial relevancia en la supervisión	48
Principales características de las OPA tramitadas	49
Autorización por la Administración de los procedimientos de concentración empresarial: efectos sobre las OPA	51
8. El seguimiento de los mercados secundarios	52
Seguimiento de la actividad de los mercados	52
Novedades en el funcionamiento de los mercados	53
El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV)	56

9. Integridad del mercado	57
La Unidad de Vigilancia de los Mercados	57
La actuación de la Inspección	59
Criterios de interés en la resolución de los expedientes sancionadores	61
Revisión judicial de resoluciones sancionadoras	65
10. Información, consultas y reclamaciones	67
La ventanilla de reclamaciones	67
Registros oficiales y sitio de la CNMV en Internet	74
11. Actividad Internacional	77
FESCO	78
IOSCO	80
Iniciativa de la OCDE y el Banco Mundial en materia de gobierno de las empresas	83
Cooperación con Iberoamérica	83
Otras actividades internacionales	83
Anexo 1. Composición del Consejo de la CNMV	85
Anexo 2. Composición del Comité Consultivo de la CNMV	86

Índice de cuadros:

1.1 Organigrama de la Comisión Nacional del Mercado de Valores en 2000	11
1.2 Plantilla de la CNMV. Composición por categorías profesionales	12
3.1 Prioridades legislativas contempladas en el Plan de Acción de Servicios Finan- carios	20
4.1 Altas y bajas en el registro de entidades en 2000. Número de entidades	28
4.2 Registro de entidades y grupos de control: ESI y SGIIC en 2000	29
4.3 Cambios de control en ESI y SGIIC en 2000	30
4.4 Distribución de los nuevos FIM según su vocación inversora	31
4.5 Distribución de las ESI extranjeras según el estado de origen	33
4.6 Distribución de las OICVM según su estado de origen	33
6.1 Registro de expedientes de emisión y OPV	40
6.2 Ofertas públicas de venta registradas	41
6.3 Resumen de las auditorías de sociedades emisoras recibidas en la CNMV	44
6.4 Sociedades cotizadas requeridas durante 2000 en relación con las auditorías sobre cuentas anuales de 1999	45
6.5 Comunicaciones de derechos de opción	46
7.1 Ofertas públicas de adquisición de valores (OPA)	48
7.2 Ofertas públicas de adquisición de valores (OPA). Detalle	50
8.1 Suspensiones temporales de cotización en Bolsa	53
9.1 Actuaciones de la Unidad de Vigilancia de los Mercados	58
9.2 Número de infracciones	59
9.3 Tipos de infracciones en expedientes	60
9.4 Sanciones impuestas	60
9.5 Resolución de expedientes sancionadores en 2000	62
9.6 Relación de sentencias recaídas en recursos contencioso-administrativos (R.C.A.) durante 2000 contra resoluciones en materia de sanciones	65
10.1 Consultas y reclamaciones atendidas por la CNMV	67
10.2 Entidades contra las que se reclama	68
10.3 Relación de entidades financieras e intermediarios no registrados sobre las que se presentaron reclamaciones en el año 2000	68

10.4	Resumen del resultado de las reclamaciones presentadas en el año 2000	71
10.5	Registros oficiales de la CNMV: mapa de consultas	75
10.6	Mapa del servidor web de la CNMV	76

Índice de recuadros:

■	La estrategia de la Unión Europea en materia de información financiera	22
■	La regulación de las Entidades de capital-riesgo	32
■	Supervisión de actividades a través de Internet	35
■	Inversiones de las IIC en valores cotizados en Latibex	36
■	El requisito de la solvencia profesional en las empresas de servicios de inversión y en las instituciones de inversión colectiva	37
■	Encuentro de la CNMV con las sociedades emisoras	42
■	Principales conclusiones de la información recogida por la CNMV sobre la adopción del Código de Buen Gobierno	47
■	Nuevo Mercado	55
■	Latibex	55
■	Expedientes sancionadores: procedimiento y garantías	64
■	Recomendaciones inspiradas en el contenido de las reclamaciones presentadas durante el año 2000	74

ABREVIATURAS

AIAF:	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros
ANCV:	Agencia Nacional de Codificación de Valores
ANNA:	Asociación de Agencias Nacionales de Codificación de Valores/Association of National Numbering Agencies
AV:	Agencia de valores
AVB:	Agencia de valores y bolsa
CADE:	Central de Anotaciones de Deuda del Estado
CE:	Comisión Europea
CNMV:	Comisión Nacional del Mercado de Valores
DGTPF:	Dirección General del Tesoro y Política Financiera del Ministerio de Economía y Hacienda
DSI:	Directiva de Servicios de Inversión
ECR:	Entidades de capital-riesgo
ECSDA:	Asociación Europea de Depositarios Centrales de Valores/European Central Securities Depositories Association
ESI:	Empresa de servicios de inversión
FESCO:	Foro de Comisiones de Valores Europeas/Forum of European Securities Commissions
FIAMM:	Fondos de inversión en activos del mercado monetario
FII:	Fondos de inversión inmobiliaria
FIM:	Fondos de inversión mobiliaria
IIC:	Instituciones de inversión colectiva
IIMV:	Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores
ISIN:	Código internacional de valores/International Securities Identification Number
LATIBEX:	Mercado de valores latinoamericanos
LMV:	Ley del mercado de valores
MEFF:	Mercado Español de Futuros y Opciones Financieras

MEH:	Ministerio de Economía y Hacienda
MOU:	“Memorandum of understanding”
OICV/IOSCO:	Organización Internacional de Comisiones de Valores/International Organization of Securities Commissions
OICVM/UCITS:	Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios/Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities
OPA:	Oferta pública de adquisición de valores
OPV:	Oferta pública de venta de valores
PASF:	Plan de Acción de Servicios Financieros
RIC:	Reglamento interno de conducta
SCLV:	Servicio de Compensación y Liquidación de Valores
SENAF:	Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros
SGC:	Sociedades gestoras de carteras
SGFT:	Sociedades gestoras de fondos de titulización
SGIIC:	Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva
SIBE:	Sistema de Interconexión Bursátil Español
SIM:	Sociedad de inversión mobiliaria
SIMCAV:	Sociedad de inversión mobiliaria de capital variable
SAV:	Sociedades y agencias de valores
SV:	Sociedad de valores
SVB:	Sociedad de valores y bolsa
UE:	Unión Europea
UVM:	Unidad de Vigilancia de los Mercados

Organigrama

El organigrama funcional de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) se ha modificado ligeramente para adaptarse a las tareas que la Comisión debe acometer en un entorno que se caracteriza por la integración de los mercados europeos que, a su vez, plantea nuevas condiciones para los mercados.

Cuadro 1.1

ORGANIGRAMA DE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES EN 2000

	DIVISIÓN	FUNCIONES
C O N S E J O	Dirección General de Entidades del Mercado de Valores	Creación y seguimiento institucional de empresas de servicios de inversión, instituciones de inversión colectiva y entidades de capital-riesgo
	Dirección General de Mercados Primarios	Emisión de valores, OPV y admisión a negociación Participaciones significativas y autocartera OPA Información pública periódica de emisores
	Dirección General de Mercados Secundarios	Supervisión de los mercados secundarios Información al mercado de hechos relevantes Exclusión y suspensiones de negociación
	Dirección General de Supervisión	Supervisión, inspección e intervención de entidades registradas
	Dirección General de Inspección	Propuesta y gestión de expedientes sancionadores Inspección de entidades no registradas Unidad de Vigilancia de Mercados: información privilegiada y manipulación de precios
	Dirección General del Servicio Jurídico y Secretaría del Consejo	Secretaría del Consejo y Comité Consultivo Servicios Jurídicos de la CNMV Servicio contencioso de la CNMV y relaciones con los Órganos Judiciales Desarrollo normativo
	Secretaría General	Dirección administrativa Atención al Público Documentación y Registros Oficiales
	Dirección General de Desarrollo	Representación de la CNMV en ICAC, SCLV, Sociedades Receptoras y Latibex Asesoramiento en materia contable Seguimiento de directivas comunitarias Elaboración y mantenimiento de la información estadística Delegación en Cataluña: servicios de la CNMV en Barcelona
	Dirección General de Estudios	Elaboración de la Memoria Anual y del Informe Anual de los mercados de valores Análisis de la coyuntura financiera y estudios sobre los mercados de valores
	Dirección General de Relaciones Internacionales	Coordinación de las relaciones internacionales de la CNMV Participación en IOSCO, FESCO y otros foros internacionales
	Dirección General de Sistemas de Información	Diseño, desarrollo e implantación de los sistemas de información de la CNMV Agencia Nacional de Codificación de Valores
	Dirección General de Comunicación	Relaciones con medios de comunicación



ORGANIZACIÓN Y GESTIÓN

En el nuevo organigrama aprobado en octubre de 2000, del Consejo de la CNMV dependen doce Direcciones Generales (D. G.), de las cuales cinco son Direcciones de línea y siete son de carácter horizontal. Respecto al organigrama vigente a 1 de enero de 2000, se pueden destacar tres cambios significativos que han consistido en: (i) la separación en dos Direcciones Generales de la antigua D. G. de Supervisión: las tareas de supervisión prudencial de empresas de servicios de inversión (ESI) y de instituciones de inversión colectiva (IIC) se asignan a la D. G. de Supervisión y las de supervisión de los mercados secundarios a la D. G. de Mercados Secundarios; (ii) la distribución de las tareas desarrolladas por la antigua D. G. de Fomento entre la D. G. de Entidades del Mercado de Valores y la D. G. de Desarrollo; y (iii) la creación de la Dirección General de Relaciones Internacionales con el cometido de coordinar toda la actividad exterior de la CNMV, impulsar la presencia de la CNMV en los foros internacionales y de establecer acuerdos de colaboración con otros organismos reguladores de mercados de valores.

Administración

Durante el pasado ejercicio la actividad en los mercados de valores fue importante, tanto en el ámbito de la negociación bursátil como en los mercados primarios, donde se produjo una cierta consolidación tras la gran expansión registrada en 1999. En el caso de las entidades supervisadas destacó, de nuevo, el elevado número de sociedades de inversión mobiliaria de capital variable (SIMCAV) que se registraron. Los fondos de inversión también experimentaron un aumento significativo, optando una parte importante de ellos por una vocación inversora de renta variable internacional. Para hacer frente a la mayor demanda de servicios, la CNMV continuó con su plan de reforzamiento de recursos humanos, a la vez que mejoró sus recursos informáticos.

Recursos humanos

Durante el ejercicio 2000 la plantilla aumentó en 10 empleados, lo que supone un incremento anual del 4,1%. En febrero de 2001 se ha producido la incorporación a la plantilla de 9 técnicos en análisis de empresas, procedentes de la Oferta de Empleo Público de 2000.

A lo largo de 2000 las incorporaciones en la plantilla de la CNMV se dirigieron a reforzar las funciones tanto técnicas como administrativas, como consecuencia del elevado volumen de procedimientos que la Comisión tramitó y que se refleja en los índices de actividad que se recogen en los distintos apartados de esta memoria.

Cuadro 1.2
PLANTILLA DE LA CNMV
COMPOSICIÓN POR CATEGORÍAS PROFESIONALES

Categoría	Número de empleados	
	1999 ⁽¹⁾	2000
Servicios	9	9
Administración	45	51
Técnicos	147	152
Técnicos en prácticas	20	17
Dirección	15	17
Total	236	246

(1) Incluye oferta de empleo público de 1999.

Recursos informáticos

En el año 2000 se han continuado potenciando las infraestructuras informáticas, se han desarrollado nuevas aplicaciones y se han renovado algunas antiguas. Respecto al equipamiento infor-

mático, durante el año se sustituyeron parte de los equipos servidores, para dotarles de mayores prestaciones, sobre todo en los entornos de internet/intranet, y prosiguió la renovación de los puestos de trabajo incorporando la dotación de pantallas planas de gran formato. De igual manera se actualizó parte del software de base con nuevas versiones.

Los nuevos desarrollos informáticos abordaron la entrada en vigor de nuevas normas, tales como:

- registro y difusión de las comunicaciones referentes a opciones sobre acciones y a sistemas retributivos de administradores y directivos
- renovación del control de legalidad de las instituciones de inversión colectiva (IIC).

También se implantaron aplicaciones nuevas de seguimiento de expedientes sancionadores y de expedientes de IIC, así como se puso en marcha una nueva versión del registro de entrada/salida.

El sistema CIFRADO/CNMV, de cifrado y firma electrónica, ha continuado ampliando su uso por las entidades del mercado, de forma que ya envían su información periódica por esta vía el 65% de las IIC y el 40% de las sociedades y agencias de valores. Se ha ampliado, además, la utilización del sistema a las sociedades emisoras, para su remisión de los estados financieros públicos trimestrales y semestrales y los hechos relevantes.

Con el objeto de poder incrementar el número de trámites a realizar “en línea” con CIFRADO/CNMV y, más concretamente, para poder incorporar el trámite de folletos de IIC a través de la “ventanilla virtual”, se ha implantado como prueba piloto la doble firma electrónica del mismo documento por el gestor y el depositario conjuntamente, pero en momentos y sitios distintos.

La difusión de información cuenta con el instrumento de gran alcance que supone la web de la CNMV, que durante el pasado año se ha visto enriquecida con más contenidos. También se ha visto potenciada gracias a la utilización de procedimientos de actualización “en línea”, que facilitan la inmediata puesta a disposición del sector de toda la información registrada en la CNMV.

Con el mismo objetivo de mejorar la política de difusión de la información, se ha hecho operativa a principios de 2001 la difusión de los hechos relevantes que las empresas emisoras deben comunicar al mercado bajo tecnología WAP, de utilización por la telefonía móvil.

Asimismo, para facilitar el trabajo y el trámite de los expedientes dentro de la propia CNMV, se implantó un sistema de “oficina sin papeles”, en el que la documentación de cada expediente queda almacenada en soporte informático, como imagen o como texto, desde el momento de su entrada y con las incorporaciones sucesivas surgidas en la vida del expediente. Ello permite el traslado del expediente de un departamento a otro sin movimiento físico de documentación y disponer de toda la información perfectamente organizada y sistematizada para uso inmediato por todos los tramitadores autorizados. El sistema se extenderá a otras áreas de trabajo, una vez probada su eficacia en el entorno de un tipo de expedientes.

Gestión económica

En 2000, los ingresos ascendieron a 5.330 millones de pesetas, de los que 4.882 procedieron del cobro de tasas. Ello supone que la recaudación por este concepto creció un 13,3% respecto al año anterior, a pesar de que se mantuvieron en general todas las tarifas en los mismos niveles.

La práctica totalidad del incremento de los ingresos vino explicada por las tasas por supervisión de los miembros de los mercados, cuya recaudación creció un 40%. Hay que señalar que dentro de este epígrafe aumentó con intensidad la recaudación por supervisión de los miembros de las bolsas –por la mayor actividad de estos mercados–, y la de las entidades adheridas al SCLV –como con-

secuencia de la incorporación a este Servicio de las emisiones de renta fija-. Por el contrario, la recaudación proveniente de los restantes mercados se mantuvo o se redujo ligeramente.

Los ingresos por registro y verificación de folletos crecieron un 2,5%, los ingresos por registro de entidades un 5% y los ingresos por supervisión de entidades registradas se redujeron en un 1%.

Los gastos de explotación se elevaron a 2.818 millones de pesetas, lo que supuso un crecimiento del 10% respecto al año anterior. El 68,6% de esta partida correspondió a gastos de personal y, dentro de ella, los sueldos y salarios crecieron el 9,6%, con un aumento de plantilla media del 9%. El resto de las partidas de gasto experimentaron un crecimiento global del 5,2%.

Durante el ejercicio, las adquisiciones de inmovilizado supusieron 51 millones de pesetas, de los que 40 se asignaron a inversiones en equipamiento informático y 11 correspondieron a adquisición de mobiliario para nuevos puestos de trabajo.

El resultado del ejercicio 2000 se cifró en un beneficio de 2.500 millones de pesetas, un 31,6% superior al del año anterior. El Gobierno, en enero de 2001, a propuesta del Consejo de la CNMV, acordó la distribución del beneficio de 1999 con la asignación de 1.162 millones a ingresos del Estado.

La Agencia Nacional de Codificación de Valores (ANCV)

Un año más, la base de datos de la ANCV registró una importante actividad. Los movimientos de la base aumentaron un 46%, alcanzando los 13.192 en 2000. El dinamismo se explica por la inscripción de nuevas SIMCAV y por el elevado número de emisiones de pagarés y warrants, así como por las redenominaciones, movimientos de capital y desdoblamientos que las sociedades continúan realizando para adaptarse al euro.

En 2000 descendieron las consultas atendidas directamente por la ANCV hasta 3.170 desde las 5.537 de 1999, ya que se utilizaron otras vías de consulta como la página web. Se va cumpliendo así uno de los objetivos de la ANCV: que los usuarios dispongan de múltiples vías para acceder a la información que ofrece la ANCV, fácilmente y con suficiente anticipación, sin horario y sin requerir la intervención directa del personal de la Agencia.

Con la paulatina implantación del STP (“Straight through Processing”) en las transacciones de valores sigue extendiéndose la utilización del código ISIN como código universal de identificación de instrumentos financieros, siendo ya 61 los países que forman la Asociación de Agencias Nacionales de Codificación de Valores (ANNA), asociación a la que pertenece la Agencia española desde su fundación.

La actividad normativa en 2000 siguió una línea de impulso de la competitividad, la transparencia y la integridad de los mercados de valores. Además, se continuó con la labor de facilitar y simplificar los procedimientos de registro, autorización y supervisión.

Así, con la modificación de la Ley del Mercado de Valores (LMV) que permite la participación en el capital de las bolsas españolas de accionistas no miembros, se sentaron las bases para dotar a nuestros mercados de una gestión más comercial. En el ámbito de las empresas de servicios de inversión, se procedió a ajustar los requisitos de solvencia al riesgo asumido por las entidades, estimado en función de la composición de su balance. Por otra parte, continuaron los desarrollos normativos en las obligaciones de información sobre los planes de retribución de administradores y directivos en materia de opciones sobre acciones, y se aprobaron nuevos modelos normalizados ajustados a las características específicas de los contratos.

Disposiciones legislativas de 2000 que afectan a los mercados de valores

Mercado primario de valores

- *Real Decreto 1370/2000, de 19 de julio, de modificación del Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas y de adquisición por éstas de acciones propias, en materia de opciones sobre acciones y sistemas retributivos de administradores y directivos.* Con ello se adapta el RD 377/91 a la nueva redacción del artículo 53 de la LMV y a la nueva Disposición Adicional 15.^a El artículo 53 de la LMV extiende el régimen de comunicación y publicidad de participaciones significativas en el capital de sociedades cotizadas a la adquisición o enajenación por cualquier título de derechos de opción sobre acciones de la propia sociedad que realicen los administradores. Y en la Disposición Adicional 15.^a se fija expresamente el deber de comunicar a la CNMV las entregas de acciones y derechos de opción sobre acciones que reciban los directivos y administradores de sociedades cotizadas en bolsa, en ejecución de un sistema de retribución de dichas sociedades.
- *Circular 4/2000, de 2 de agosto, de la CNMV, por la que se establecen los modelos de las comunicaciones de derechos de opción y sistemas retributivos de administradores y directivos de sociedades cotizadas.*
- *Circular 3/2000, de 30 de mayo, de la CNMV, por la que se modifica la Circular 2/1999, de 22 de abril, que aprueba determinados modelos de folletos de utilización en emisiones u ofertas públicas de valores.* Introduce un modelo de folleto para aquellos contratos en los que las entidades de crédito no se comprometen a la devolución íntegra e incondicionada del principal, quedando su restitución vinculada a la evolución de uno o más valores cotizados o de un índice.

Mercados secundarios de valores

- *Artículo 69 de la Ley 14/2000, de 28 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y de orden social.* Modifica los artículos 47 y 48.1 de la Ley del Mercado de Valores (LMV) suprimiendo la exigencia de que los miembros de la bolsa participen como accionistas en la sociedad rectora de la misma,

2

ORDENACIÓN DE LOS MERCADOS

con lo cual se facilita el acceso a la condición de miembros de la Bolsa. También se omite la exigencia de que los miembros de las bolsas de valores sean necesariamente los únicos partícipes en el capital de la rectora.

- *Real Decreto-Ley 6/2000, de 23 de junio, de medidas urgentes de intensificación de la competencia en los mercados de bienes y servicios, que modifica el artículo 15 de la Ley 16/1986, de 17 de julio, de defensa de la competencia.* Establece la suspensión de la ejecución de las operaciones de concentración en el ámbito nacional que se lleven a cabo mediante una oferta pública de adquisición de acciones, hasta tanto no hayan sido autorizadas por la Administración, una vez haya sido autorizada la oferta por la CNMV.
- *Orden de 10 de marzo de 2000 sobre inversiones en valores negociados en el mercado de valores latinoamericanos (Latibex).* Reconoce a dicho mercado como apto para que las instituciones de inversión colectiva (IIC) mantengan en él hasta el 90 por 100 de su activo (artículo 10.1 Ley 46/1984 de 26 de diciembre de instituciones de inversión colectiva, y artículo 17.2 del Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, de desarrollo de la anterior).

Empresas de servicios de inversión

- *Orden de 13 de abril de 2000, de modificación de la Orden de 29 de diciembre de 1992, sobre recursos propios y supervisión en base consolidada de las sociedades y agencias de valores y sus grupos, y la Orden de 30 de diciembre de 1992, sobre normas de solvencia de las entidades de crédito.* Para facilitar la competitividad de las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito en el nuevo marco de la moneda única, acomoda a su riesgo estimado los requisitos de solvencia que se exigen por mantener en su balance varios tipos de activos, equiparándolos a los de sus competidores comunitarios.
- *Circular 2/2000, de 30 de mayo, de la CNMV, sobre modelos normalizados de contratos tipo de gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión y otros desarrollos de la Orden de 7 de octubre de 1999, de desarrollo del Código General de Conducta y normas de actuación en la gestión de carteras de inversión.* Establece un modelo normalizado de contrato-tipo de gestión de carteras de uso voluntario, con la triple finalidad de aumentar la transparencia, mejorar la protección al inversor y simplificar al máximo posible la verificación del mismo. Asimismo, precisa determinados aspectos sobre contenido mínimo de los contratos-tipo, depósito de activos financieros, archivo de justificantes de órdenes y la utilización de cuentas globales (“ómnibus”).

Instituciones de inversión colectiva

- *Real Decreto-Ley 6/2000 de 23 de junio, de medidas urgentes de intensificación de la competencia en los mercados de bienes y servicios.* Modifica el Real Decreto 1393/1990, de instituciones de inversión colectiva en lo referente a los límites de las comisiones de gestión de las sociedades gestoras de FIM y FIAMM.
- *Circular 5/2000, de 19 de septiembre, de la CNMV, sobre normas contables y modelos de estados financieros reservados y públicos de las entidades de capital-riesgo y sus sociedades gestoras,* cumpliendo las previsiones de la Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital riesgo.

Otras normas

- *Ley 6/2000, de 13 de diciembre, por la que se aprueban medidas fiscales urgentes de estímulo al ahorro familiar y a la PYME.* Con la finalidad de apoyar a las nuevas empresas, se introducen mejoras en el régimen de capital riesgo como fórmula para la financiación de

iniciativas. Asimismo, se modifica el tratamiento de las ganancias y pérdidas patrimoniales dentro del IRPF en tres puntos: (i) Se establece la inclusión en la parte especial de la base imponible del impuesto de aquéllas derivadas de la transmisión de elementos patrimoniales adquiridos con más de un año de antelación, lo que supone la reducción del plazo de dos años vigente hasta entonces. (ii) Se reduce el tipo impositivo aplicable a estas rentas del 20 al 18 por 100, con lo que queda equiparado al tipo mínimo al que se grava la parte general de la base imponible. (iii) En coherencia con el nuevo tipo de gravamen, se rebaja al 18 por 100 el tipo de retención aplicable a las rentas obtenidas como consecuencia de las transmisiones o reembolsos de acciones o participaciones de IIC.

- *Ley 14/2000, de 28 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y orden social.* Introduce modificaciones en varias normas tributarias que afectan al mercado de valores, en concreto, en Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, Impuesto de Sociedades e Impuesto de no Residentes. Por otra parte se prevén, en relación con las compañías aéreas titulares de licencias de explotación, las obligaciones de información de las mismas a la CNMV y a las sociedades rectoras de las bolsas, sobre determinadas tomas de posición en su accionariado. Por último, se reconoce la especificidad de los plazos establecidos por Real Decreto 1393/1990 de 2 de noviembre, sobre la autorización para la constitución de sociedades y fondos de inversión colectiva, y por Orden de 10 de febrero de 1999 sobre reconocimiento de la condición de creador de mercado.

Otras disposiciones de 2000

Comisión Nacional del Mercado de Valores

- *Acuerdo de 18 de octubre de 2000, del Consejo de la CNMV, sobre confirmación y refundición de las delegaciones de competencias a favor de la Presidenta y del Vicepresidente de la CNMV.*

Otras

- *Acuerdo del Consejo de Ministros de 20 de diciembre de 2000, relativo al programa plurianual a favor del espíritu empresarial, en particular para las PYMES (2000-2005).* Se pretende mejorar de forma sensible la financiación de las empresas innovadoras mediante el Plan de Ayuda Inicial del Mecanismo Europeo para las Tecnologías, gestionado por el Fondo Europeo de Inversiones, que adquirirá participaciones en fondos de capital-riesgo especializados y adaptados al objetivo perseguido.

Directivas comunitarias

El año pasado se promulgó la *Directiva 2000/31/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio, relativa a determinados aspectos jurídicos de la sociedad de la información*, en particular, el comercio electrónico en el mercado interior. Esta Directiva tiene como objetivo facilitar la libre prestación de servicios, eliminando la inseguridad jurídica que supone la existencia de disparidad de legislaciones aplicables a estos servicios en el ámbito europeo. Deberá transponerse al derecho español antes del 17 de enero de 2002.

Cartas Circulares

En el año 2000 se retiraron de la página web de la CNMV la totalidad de las denominadas Cartas Circulares, que se dirigían por el Presidente a diversas entidades que actuaban en los mercados de valores. Con esta decisión, la CNMV ha pretendido finalizar con las dudas que su naturaleza

podiera suscitar, así como acomodarse a los instrumentos de actuación que el ordenamiento jurídico prevé para la Comisión.

La propia denominación de las Cartas Circulares podía hacer pensar que nos encontrábamos ante verdaderas disposiciones normativas, cuando en realidad no eran sino criterios interpretativos o recomendaciones que dirigía el Presidente de la CNMV a las personas que actuaban en los mercados. Se debe recordar, por otra parte, que la interpretación que de las normas hace la CNMV ya queda plasmada en sus actuaciones y, por lo tanto, tendrán la consideración de precedente administrativo.

Dichas Cartas Circulares, por lo tanto, no constituían derecho positivo, ya que la Ley 24/88, de 28 de julio, del Mercado de Valores, sólo prevé la Circular como disposición normativa que emane de la CNMV. No obstante, aún tratándose de Circulares, la CNMV sólo las puede dictar cuando esté habilitada de modo expreso por un Real Decreto o por una Orden del Ministerio de Economía.

La diferencia entre las Cartas Circulares y las Circulares se pone de manifiesto tanto desde el punto de vista procedimental como desde el punto de vista de su eficacia. Se debe tener presente que las Circulares siguen en su elaboración un procedimiento que exige informe del Comité Consultivo y aprobación por el Consejo de la Comisión, mientras que las Cartas Circulares se han suscrito directamente por el Presidente. También se puede señalar que las Circulares son objeto de publicación en el BOE, mientras que con las Cartas Circulares no se realizaba tal publicidad. En cuanto a sus efectos, debe recordarse que las Circulares son auténticas normas por lo que tienen carácter vinculante, mientras que las Cartas Circulares no constituyen Derecho positivo y no tienen tal carácter.

La retirada de las Cartas Circulares no implica necesariamente que la CNMV se aparte de los criterios seguidos hasta ahora, debiéndose recordar que alguno de los criterios de dichas Cartas Circulares ya han sido plasmados por vía normativa y otros se han abordado en proyectos normativos en tramitación⁽¹⁾. En algún caso, los criterios sostenidos en alguna Carta Circular han sido revisados por el Consejo de la Comisión⁽²⁾. En otras ocasiones la CNMV ha considerado más conveniente impulsar modificaciones normativas tendentes a completar y aclarar, en la medida de lo posible, los diversos aspectos de su regulación⁽³⁾. Por otra parte, diversas Cartas Circulares simplemente comunicaban la existencia de Convenios entre la CNMV y el Ministerio de Economía o entre la Comisión y las bolsas y, como es lógico la retirada de las Cartas Circulares no afecta a la validez y eficacia de dichos convenios.

(1) La Carta Circular 8/98 sobre verificación de emisiones y/o admisiones de warrants en la CNMV se ha recogido en la Circular 2/99. Y las Cartas Circulares 2/97, 1/98 y 3/99 relativas a IIC se han tratado en el Real Decreto 91/2001 de 2 de febrero, de IIC.

(2) Éste es el caso de la Carta Circular 3/97 sobre los requisitos exigibles a las SIMCAV para la admisión de sus acciones a negociación en bolsa, así como la Carta Circular 1/97, sobre la inversión de las IIC españolas en acciones o participaciones emitidas por otras IIC.

(3) Cartas Circulares 9/97 y 12/98 relativas, respectivamente, a los hechos relevantes y su comunicación, y a la gestión de órdenes de autocartera.

Los mercados de valores internacionales se encuentran inmersos en un proceso de reestructuración en el cual destacan: la creciente realización de operaciones transfronterizas, la ampliación de las actividades más allá de las que han constituido la base del negocio tradicional de las entidades financieras y, en general, la creciente competencia entre proveedores de servicios de inversión.

En este contexto, los mercados de valores están acometiendo mejoras de competitividad y eficiencia de los servicios prestados en una doble vertiente. Por una parte, se están mejorando las estructuras de negociación, de forma que la operativa electrónica se va generalizando en las principales plazas bursátiles. También se observan cambios como la tendencia hacia el alargamiento de los horarios de negociación, la oferta de servicios relacionados con el tratamiento de órdenes o de operaciones realizadas y, en general, una mayor aproximación a las necesidades de los clientes. Por otra parte, se están acelerando los procesos de alianzas y fusiones entre distintos mercados, o entre plazas financieras, para mejorar la capacidad de ofrecer servicio con carácter global o internacional. En este sentido, la integración de los mercados europeos ha concitado gran atención en 2000, dado que se han producido distintos movimientos, unos con éxito y, finalmente, otros marcados por la polémica y por su abandono.

Los mercados españoles no se han quedado al margen de estas iniciativas y en 2000 se definieron y consolidaron proyectos destinados a potenciar la competitividad de nuestros mercados. Los procesos en marcha tienden hacia la reordenación y eliminación de la fragmentación existente, principalmente en los mercados de renta fija y en los sistemas de compensación y liquidación. También es destacable la creación del segmento especial de contratación para empresas innovadoras, denominado Nuevo Mercado, y la consolidación del mercado Latibex, que constituye un punto de enlace con emisores latinoamericanos.

El avance hacia el mercado único de servicios financieros en Europa: desarrollo de la normativa comunitaria

Desde 1998 el Consejo Europeo viene manifestando la importancia de lograr un mercado financiero único en la Unión Europea (UE). Dentro de este objetivo se enmarcó la propuesta del Consejo de Ministros de Economía y Finanzas (ECOFIN) de realizar los trabajos⁽⁴⁾ necesarios para determinar un marco general de acción que contribuya al logro de un mercado integrado de capitales y de servicios financieros en la UE. En el Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF), publicado en mayo de 1999, se materializó esta iniciativa, estableciéndose como fecha límite para el cumplimiento de los objetivos el 2005.

El objetivo general del PASF es conseguir la plena integración del mercado de servicios financieros. Más concretamente, el Plan presenta una lista de medidas específicas para los mercados de valores encaminadas al logro de los siguientes objetivos estratégicos:

- Integración de los mercados mayoristas: para su cumplimiento se proponen como principales acciones la instauración de un marco jurídico común, la supresión de obstáculos que impiden la captación de capitales a escala europea, la consecución de un conjunto único de normas de información financiera para las sociedades cotizadas

(4) El ECOFIN creó tres grupos de apoyo en relación con el PASF: el “Grupo de Política de Servicios Financieros”, el “Grupo 2005” y seis foros de expertos (“Forum Groups”).

3

DESARROLLO DEL MERCADO

(véase recuadro más adelante), el reforzamiento de la seguridad jurídica en las operaciones transfronterizas y la creación de un entorno seguro y transparente para las reestructuraciones empresariales de ámbito transnacional.

- **Mercados minoristas abiertos y seguros:** la Comisión Europea (CE) considera prioritario que el consumidor disponga de información clara y comprensible, que se establezcan mecanismos eficaces para dirimir disputas en las operaciones internacionales y que exista una aplicación equilibrada de las normas de protección de los consumidores. Asimismo, manifiesta la necesidad de contar con un sistema de pagos minorista eficiente y seguro, y del desarrollo de un marco adecuado en el ámbito del comercio electrónico.
- **Refuerzo del control y de la supervisión:** las acciones planteadas están destinadas a hacer converger la legislación en los sectores bancario, de seguros y de valores hacia normas de calidad más exigentes, teniendo en cuenta los criterios que emanan de organizaciones internacionales como el Comité de Basilea y FESCO. También presta atención al control de los conglomerados financieros y, en general, a aquellas iniciativas destinadas a mejorar la cooperación intersectorial.
- **Eliminación de obstáculos jurídicos y administrativos** derivados de las disparidades en las normas de gestión de las empresas y de las distorsiones de carácter fiscal, que resulta fundamental para el desarrollo de un mercado financiero único en la UE.

Cuadro 3.1

**PRIORIDADES LEGISLATIVAS CONTEMPLADAS
EN EL PLAN DE ACCIÓN DE SERVICIOS FINANCIEROS⁽¹⁾**

	Comisión ⁽²⁾	Consejo y Parlamento ⁽³⁾
Mercados mayoristas	Actualización dos directivas s/folletos.	Directiva de supervisión prudencial de fondos de pensiones complementarios.
	Seguimiento legislativo de la comunicación s/estrategia contable de la UE.	Directivas s/armonización fondos de inversión.
	Propuesta de directiva s/uso de garantías en operaciones transfronterizas.	Estatuto de la Compañía Europea.
	Propuesta de directiva s/manipulación de mercado.	Directiva sobre utilización del valor razonable en las cuentas consolidadas Directiva s/OPA.
Servicios minoristas	Comunicación s/política de comercio electrónico para servicios financieros.	Directiva s/comercialización a distancia de servicios financieros.
Reglas prudenciales	Propuesta de creación Comité de Valores.	Directiva s/reorganización y liquidación de empresas de seguros
	Propuesta de directiva s/reglas prudenciales para conglomerados financieros.	Directiva s/liquidación y reorganización de bancos.
	Propuesta de directiva s/requisitos de capital de bancos y empresas de inversión.	Enmiendas a la directiva s/blanqueo de capitales.
Condiciones del entorno	Directiva s/imposición del ahorro.	Implementación código de conducta de dic-97 s/imposición en los negocios.

(1) Según se recoge en el "Tercer Informe sobre Servicios Financieros: Prioridades y Avances", de la Comisión de las Comunidades Europeas, COM (2000) 692 final. (2) Pendientes de una propuesta de la Comisión. (3) Directivas en curso de elaboración, propuestas por la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo.

La responsabilidad del seguimiento del PASF corresponde a la Comisión Europea, que traslada las propuestas de acción al ECOFIN; éste, a su vez, genera las pertinentes iniciativas legislativas dirigidas a la elaboración de nuevas directivas comunitarias o la revisión de las ya existentes (véase cuadro 3.1).

En julio de 2000 se constituyó en el “Comité de Sabios”, al que se encargó la tarea de asesorar y plantear soluciones en el ámbito de la regulación de los mercados de valores, de cara a la consecución de un mercado financiero único, en paralelo al PASF pero de forma independiente.

En su informe⁽⁵⁾, la principal conclusión es que el actual marco regulatorio resulta limitado e insuficiente para responder adecuadamente a los rápidos y profundos cambios que se están produciendo en los mercados de valores. El Comité señala también que el funcionamiento mismo del marco institucional no contribuye a la creación de un mercado único por su lentitud y ambigüedad. Tampoco existe satisfacción respecto al proceso de transposición y aplicación de las directivas europeas, ni en relación con la cooperación entre las autoridades nacionales de supervisión.

La propuesta más importante del Comité se refiere a la reforma del marco regulatorio. Este se articula en cuatro niveles: los dos primeros que afectan a la elaboración de normas europeas y los dos siguientes hacen referencia al ámbito de aplicación nacional.

- Nivel 1: Elaboración de las normas que sientan principios generales, propuestos por la Comisión Europea y que serían aprobados por el Consejo y el Parlamento. Se recomienda que se utilice la vía de los reglamentos (y no directivas), que no requieren su transposición a la legislación nacional.
- Nivel 2: Desarrollo de los principios generales. Esta tarea sería competencia de un Comité de Valores (por delegación del Consejo y del Parlamento), con el asesoramiento de un Comité de Reguladores que analizaría detalles técnicos y llevaría a cabo consultas con la industria.
- Nivel 3: Cooperación entre reguladores. Los reguladores nacionales deben asegurarse la interpretación común de las normas y su aplicación homogénea.
- Nivel 4: Cumplimiento de la aplicación de las normas. Aunque la primera responsabilidad de controlar el cumplimiento recae sobre la CE, aunque también deben contribuir las autoridades competentes nacionales y el propio sector privado.

El Comité de Sabios propuso que se haga un seguimiento semestral del grado de avance hacia este nuevo marco, que esperan que esté funcionando a partir de 2002 y que se pueda hacer una revisión profunda del proceso en 2004.

(5) La versión inicial fue publicada en noviembre de 2000 y la final en febrero de 2001.

La estrategia de la Unión Europea en materia de información financiera

La información financiera de las sociedades cotizadas es un elemento imprescindible en la protección de los inversores y en el mantenimiento de la integridad de los mercados de valores. Además en un contexto de internacionalización de los mercados de valores adquiere especial relevancia la existencia de normas de contabilidad comunes a nivel internacional que contribuyan a que la información financiera publicada sea de calidad y comparable, orientada a los inversores y correctamente auditada.

La normativa contable de la UE, recogida en la actualidad por la Cuarta y Séptima Directivas, dificulta la comparabilidad de las cuentas anuales y los estados financieros de las empresas cotizadas por el elevado número de alternativas permitidas y por la diversidad de interpretaciones que realizan los diferentes Estados miembros. Esta situación supone un serio obstáculo para el desarrollo de un mercado de capitales único en la UE. En marzo de 2000 el Consejo Europeo de Lisboa señaló como objetivo prioritario lograr una mayor homogeneidad de la información.

En este contexto se enmarca la Comunicación^(*) de la Comisión Europea de junio de 2000, en la que se proponen un conjunto de medidas en materia de normativa contable a adoptar en la UE. Así se establece el requisito de que, antes de 2005, todas las empresas europeas que coticen en mercados europeos regulados deberán formular y publicar sus estados financieros consolidados de acuerdo a las Normas Internacionales de Contabilidad (IAS). Se abarcan además cuestiones como:

- la modernización de las Directivas contables.
- los mecanismos de control necesarios para hacer respetar y asegurar la correcta aplicación de los IAS.
- el planteamiento común para fomentar la auditoría de cuentas de alta calidad.
- el fortalecimiento de la coordinación de la supervisión de las autoridades competentes.

La puesta en práctica de estas medidas requiere un periodo transitorio que facilite el proceso de cambio a los IAS. Con este objetivo la Comisión presentará antes de finalizar 2001 propuestas de modificación para actualizar las Directivas contables de la UE, eliminando los posibles conflictos con los IAS e incorporando los últimos avances contables. Además, en un plazo máximo de dos años, la aplicación de los IAS deberá ampliarse a todas las empresas europeas que elaboren folletos de oferta pública de valores para su admisión a cotización en bolsa. También los Estados miembros podrán requerir o permitir a las empresas no cotizadas la formulación y publicación de sus estados financieros de acuerdo con los IAS.

Por último, cabe señalar que, si bien el requisito de aplicar los IAS se refiere a los estados financieros consolidados, la Comisión Europea recomienda fomentar y ampliar su uso también en las cuentas individuales de las sociedades europeas, cotizadas y no cotizadas, pese a que la regulación fiscal y mercantil de los Estados miembros puede dificultar la formulación de cuentas individuales de acuerdo a estas normas contables.

(*) “La estrategia de la UE en materia de información financiera: el camino a seguir”, COM (359), 13.06.2000.

Movimientos estratégicos en Europa en el ámbito de los mercados organizados y los servicios de compensación y liquidación

La fragmentación de los mercados europeos supone un lastre para afrontar los retos competitivos que supone el nuevo contexto financiero internacional, como reconoce el informe sobre la “Situación de los mercados europeos de valores” elaborado por el Comité de Sabios, ya mencionado. En este informe se subrayan los notables beneficios económicos que se derivarían de la integración de los mercados de capitales europeos tanto para los ahorradores y empresas como para la industria de servicios financieros europea y para el conjunto de la economía europea. A medio plazo,

contar con un mercado europeo de valores redundaría en una mejora en la asignación de los recursos financieros, en mayor eficiencia de los servicios de intermediación y, en general, contribuiría a atraer mayores flujos de inversión hacia los países europeos.

Durante el año 2000 se formalizaron diversas alianzas o acuerdos de cooperación y fusiones entre las principales bolsas mundiales. Estos procesos de integración fueron especialmente intensos a nivel europeo, donde se han iniciado varios proyectos de fusiones entre bolsas de distintos países. Los fracasos de algunos de estos proyectos ponen de manifiesto las dificultades para hacer efectiva la integración de unos mercados financieros con diferencias significativas a nivel legal y fiscal, y con ausencia de un enfoque regulatorio común.

El proyecto de bolsa pan-europea, abanderado por ocho mercados⁽⁶⁾ en mayo de 1999, no se ha desarrollado ante la aparición de otras iniciativas de integración entre algunos de los anteriores participantes. En mayo de 2000 se anunció la propuesta de fusión de las bolsas de Francfort (Deutsche Börse) y Londres (London Stock Exchange), bajo la denominación de iX (International Exchange). En un primer momento pareció que iX permitiría la creación de un núcleo importante de contratación a nivel pan-europeo que incluiría además un acuerdo con el mercado Nasdaq norteamericano de valores tecnológicos, al que posteriormente se podrían adherir otras bolsas como las de Madrid y Milán. Los avances en las negociaciones fueron escasos pues a los problemas derivados de la heterogeneidad en la regulación y supervisión bursátil se unió la oposición de los miembros de la Bolsa de Londres. El proyecto se vio definitivamente frustrado en agosto, ante la presentación de una OPA hostil sobre la Bolsa de Londres por parte de OM Gruppen, propietario de la Bolsa de Estocolmo. Al final la OPA no prosperó, pero tanto la Bolsa de Londres como la de Francfort se mostraron partidarias de abandonar el proyecto común.

La creación de un gran mercado bursátil a nivel mundial que permitiera la operativa bursátil durante las 24 horas del día fue otro de los grandes proyectos propuestos en 2000. En junio, diez de los mayores centros bursátiles (Nueva York, Amsterdam, Bruselas, París, Hong Kong, México, Sao Paulo, Tokio, Australia y Toronto) anunciaron su intención de desarrollar una estructura de bolsa mundial, denominada Global Equity Market. Los escasos avances logrados hasta el momento ponen de manifiesto el carácter de largo plazo de este proyecto.

No todo han sido fracasos. En marzo de 2000 las bolsas de París, Amsterdam y Bruselas alcanzaron un acuerdo de fusión, que se hizo efectiva en septiembre con el inicio de las operaciones de la nueva sociedad denominada Euronext. La integración de los mercados ha requerido cierta armonización de los respectivos regímenes de regulación; en particular, los requisitos para la admisión a cotización de los tres mercados implicados, si bien en el ámbito de los mercados secundarios se mantiene la normativa doméstica. También el año pasado se completó la alianza NOREX, creada en 1998 por las bolsas de Copenhague y Estocolmo, con el anuncio de acuerdos de cooperación de las bolsas de Oslo y las bolsas bálticas⁽⁷⁾.

Los mercados de derivados no se han mantenido al margen de los procesos de integración: el mercado germano-suizo EUREX ha alcanzado una posición dominante en el panorama europeo y se continúa avanzando en el desarrollo de la plataforma de negociación conjunta Euro-GLOBEX, la alianza europea formada en junio de 1998 de la que forman parte el mercado español MEFF, el italiano MIF, el francés Paribourse y la Bolsa de Oporto, de Portugal⁽⁸⁾. Por su parte, en los mercados

(6) El proyecto de bolsa pan-europea estuvo abanderado por Londres, Francfort, París, Bruselas, Amsterdam, Milán, Madrid y Zurich.

(7) Bolsas de Estonia (Riga), Letonia (Tallin) y Lituania (Vilnius).

(8) A nivel internacional existe la alianza GLOBEX, de la que forman parte los mercados Chicago Mercantile Exchange (CME), Paribourse, la bolsa de Montreal, SIMEX (Singapur) y la Bolsa de Mercaderías y Futuros (BM&F) de Sao Paulo; MEFF se unió a la misma en junio de 2000.

de renta fija se consolidan las plataformas de negociación electrónica a nivel pan-europeo como Euro-MTS y EUREX BONDS, que inició su operativa en octubre.

En paralelo a estos movimientos estratégicos de perspectiva internacional, cada mercado o grupo está intentando aumentar su competitividad mediante el desarrollo de estrategias empresariales más sensibles a dar respuesta a las demandas de los clientes, inversores y emisores. Otra tendencia, vinculada con el enfoque empresarial mencionado, es la modificación de las estructuras accionariales de las bolsas, acelerando los procesos de desmutualización o desvinculación de la condición de accionista y miembro. Ello permite la participación en el capital de la sociedad de entidades no miembros, nacionales o internacionales, y se liberaliza la transmisión de las acciones que pueden incluso cotizar en los propios mercados. Estos cambios facilitan los procesos de integración entre mercados. Y, al mismo tiempo, la gestión del mercado adquiere un carácter más comercial, pues ofrecer una determinada rentabilidad a los accionistas se convierte en el principal objetivo de los gestores.

La Bolsa de Estocolmo fue la pionera en la aplicación de los procesos de desmutualización de los mercados en 1993. Le siguieron las bolsas de Helsinki en 1995, Copenhague y Australia en 1996, Amsterdam y Borsa Italiana Spa en 1997. A lo largo del 2000 otras bolsas se unieron a este grupo: London Stock Exchange, Hong Kong y NASDAQ. Además, otros mercados manifestaron su intención de actuar en la misma dirección: las bolsas de Oslo y Madrid, Euronext, Deutsche Börse⁽⁹⁾, New York Stock Exchange y Toronto Stock Exchange⁽¹⁰⁾.

La búsqueda de estructuras más eficientes no se ha limitado a los centros de contratación sino que también las entidades que ofrecen servicios de compensación y liquidación se han visto inmersos en procesos de concentración a nivel europeo. La existencia de un único punto de entrada a múltiples mercados que agilice las transacciones con acciones y bonos ha sido reclamada por parte de la industria de valores, en la búsqueda de una rebaja de los costes que redunde en una mayor competitividad a nivel europeo, por la clara desventaja que Europa presenta en este aspecto respecto a los sistemas de compensación y liquidación de Estados Unidos. Por el momento se han configurado dos grandes núcleos: (i) Euroclear Clearance System plc., vinculado a Euronext por su constitución en base a la integración de los sistemas de París (Sicovam), Bruselas (CIK) y Amsterdam (Negicef) y (ii) Clearstream, asociado a Deutsche Börse, a través de la integración de Cedel y Deutsche Börse Clearing. Por otra parte, los sistemas de compensación y liquidación nacionales han ido estableciendo conexiones entre ellos.

Iniciativas de los mercados españoles para potenciar su competitividad

Latibex

En poco más de un año de existencia, el Mercado de Valores Latinoamericanos, Latibex, se ha convertido en el mercado de referencia para la negociación en euros de valores emitidos por las sociedades industriales y financieras latinoamericanas. Cabe señalar que la utilización de los medios técnicos y las reglas de funcionamiento del Sistema de Interconexión Bursátil y del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores han mostrado su eficacia para el desarrollo de Latibex, dada la inexistencia de incidencias significativas, tanto en los mecanismos de contratación como los de compensación y liquidación.

Sin embargo, se ha creído conveniente reforzar la liquidez y profundidad de este mercado y para ello se están evaluando distintas iniciativas.

(9) Llevada a cabo en febrero de 2001.

(10) Según se recogió en el capítulo 2, la modificación de la Ley 24/1988 del mercados de valores por el artículo 69 de la Ley 14/2000 abre el camino para la desmutualización de las bolsas españolas.

Nuevo Mercado

El pasado 10 de abril de 2000 inició su actividad el segmento especial de negociación denominado Nuevo Mercado, dirigido a aquellas empresas cuyas actividades principales se enmarquen en sectores o negocios de productos innovadores, como es el caso de las nuevas tecnologías, o con alto potencial de crecimiento. El Nuevo Mercado utiliza la plataforma técnica de contratación del Sistema de Interconexión Bursátil (SIB) y aplica su normativa general de contratación y funcionamiento, aunque mantiene ciertas peculiaridades derivadas de las especiales características de los valores admitidos a negociación en este segmento, que se reflejan en una mayor volatilidad de sus cotizaciones.

Las principales características diferenciales de la normativa de contratación del Nuevo Mercado se refieren a las reglas para la fijación del primer precio en la incorporación inicial de los valores al SIB y a las variaciones máximas de precios, que se amplían como regla general hasta el 25% desde el 15% fijado para los valores incluidos en el segmento tradicional. Se contempla, igualmente, la posibilidad de superar estos límites en ciertas circunstancias, así como la prolongación excepcional de las sesiones.

La Sociedad de Bolsas también reguló el régimen de actuación del especialista del Nuevo Mercado, con el objetivo de fomentar e incrementar su liquidez. Así, recogió la posibilidad de que los miembros puedan solicitar a la Comisión de Contratación y Supervisión el registro de los compromisos adquiridos con las entidades emisoras de valores incorporados al Nuevo Mercado. También se establecieron los límites de actuación del especialista en cuanto a la tipología de órdenes y su presencia en el mercado, contratación de bloques y autorización de operaciones especiales. Hasta la fecha, sólo un miembro del mercado, Merrill Lynch, ha suscrito un contrato de especialista para fomentar la liquidez de Jazztel.

Mercados de renta fija

El pasado 8 de noviembre de 2000 se formalizó la compra, por parte de AIAF Mercado de Renta Fija, S.A. (AIAF), del 60,1% del capital social de Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros, Agencia de Valores, S.A. (SENAF AV). Desde el punto de vista estratégico, esta toma de participación se inscribe dentro del proceso de reordenación de los mercados financieros españoles, así como en la necesaria respuesta a los retos planteados por la moneda única, la globalización y la creciente incorporación de las nuevas tecnologías a los procedimientos operativos de los mercados de valores.

Tras esta toma de participación del capital por parte de AIAF, el Consejo de Administración de SENAF AV, celebrado el 23 de noviembre de 2000, adoptó el acuerdo de solicitar, en los términos previstos en el artículo 31.4 de la LMV, la autorización del Gobierno para la configuración de la plataforma electrónica de SENAF AV como Sistema Organizado de Negociación Valores de Renta Fija e Instrumentos Vinculados (SENAF.SON). Dicha autorización se materializó a través de un Acuerdo del Consejo de Ministros el 23 de febrero de 2001. La propuesta de estructurar SENAF.SON como un sistema organizado de negociación tiene por objeto dotar a esta nueva plataforma de negociación de mayor flexibilidad, para que pueda competir en términos de igualdad con otras plataformas europeas similares como EuroMTS o BrokerTec, dos sistemas de negociación electrónica radicados en Londres, que ya negocian deuda pública española y, en un futuro próximo, tienen previsto negociar bonos corporativos españoles.

La configuración de SENAF.SON como una plataforma que aglutina la negociación electrónica de valores de renta fija, pública y privada, e instrumentos financieros vinculados, es un proyecto de indudable importancia que surge de la necesidad de contar con mercados profundos e integrados que alcancen una mayor eficiencia operativa y concentren la liquidez, para evitar una posible deslocalización de la negociación de la renta fija española. Además, SENAF.SON tiene entre sus planes de actuación futura la ampliación de su actividad a valores de renta fija emitidos por otros Estados europeos y latinoamericanos.

Sistemas de Compensación y Liquidación

El proceso de reordenación de los sistemas de compensación y liquidación españoles, en la actualidad fragmentado en diversos sistemas⁽¹¹⁾, se inició formalmente el pasado mes de junio de 2000 con la constitución de la sociedad denominada Promotora para la Sociedad de Gestión de los Sistemas Españoles de Liquidación, S.A., bajo la denominación comercial de Iberclear. El capital social de esta Sociedad Promotora está distribuido entre el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, S.A. (SCLV) y el Banco de España, en un porcentaje del 55% y el 45%, respectivamente.

Iberclear se ha fijado como objetivo prioritario la gestión unificada de la compensación y liquidación de los valores de renta fija, pública y privada, que actualmente se negocian en la Central de Anotaciones, las bolsas de valores y AIAF Mercado de Renta Fija. En principio, su actuación se ha orientado a promover las reformas legales y técnicas necesarias para la unificación de los sistemas de compensación y liquidación de valores de renta fija de la Central de Anotaciones de Deuda del Estado (CADE) y el SCLV. Esta unificación se articula a través de la plataforma técnica de funcionamiento del CADE. Es por ello que ya se ha elaborado un convenio de prestación de servicios entre el Banco de España y el SCLV, que contempla, entre otros aspectos, la relación de valores incluidos en el sistema unificado, las obligaciones de las partes y la duración del convenio.

Como sistema unificado de compensación y liquidación de valores de renta fija en España, Iberclear asumirá la representación única ante organismos internacionales (ECSDA⁽¹²⁾, Banco Central Europeo, etc.) y, en su caso, negociará posibles alianzas y conexiones con otros depositarios centrales europeos, nacionales o internacionales.

De acuerdo con las previsiones de Iberclear, la práctica totalidad de los valores de renta fija denominados en euros se incorporarían al sistema unificado a finales del primer semestre de 2001. El resto de valores de renta fija se integrarían, como muy tarde, al cierre de 2001. Eventualmente, también a lo largo de 2001, Iberclear podría acometer, entre otras actividades prioritarias, los trabajos preliminares de estudio de una posible inclusión del sistema de compensación y liquidación de las operaciones de renta variable negociadas en las bolsas de valores en una plataforma específica actualizada.

MEFF

El incremento de la competencia en los mercados de derivados ha llevado al grupo MEFF⁽¹³⁾ a adoptar una serie de medidas destinadas a fomentar su eficiencia y competitividad, que afectan tanto a su ámbito interno como externo. A nivel interno, culminó en los primeros meses de 2000 la reestructuración y unificación de la gestión del grupo, que ha supuesto la concentración del área de mercados de las dos rectoras del grupo en Madrid, y de las actividades de compensación y liquidación de las operaciones en Barcelona. Además se decidió potenciar la homogeneización de diversos aspectos como las tarifas aplicadas por MEFF RV y MEFF RF, así como facilitar las vías para que exista coincidencia de miembros entre ambos mercados.

Por otra parte, en relación a los contratos negociados, se optó por reducir el valor nominal de los futuros sobre el Ibex-35⁽¹⁴⁾, con el fin de aumentar la difusión de estos productos entre los inver-

(11) Históricamente han existido en España seis sistemas de registro, compensación y liquidación de valores de renta fija y renta variable: tres servicios de liquidación autonómicos (SCLs de Barcelona, Bilbao y Valencia), un sistema para valores de renta variable y renta fija bursátil gestionado por el SCLV y dos específicos para valores de renta fija (SCLV gestiona un sistema para la renta fija negociada en AIAF y CADE un sistema para valores de deuda pública en anotaciones).

(12) "European Central Securities Depositories Association".

(13) El grupo MEFF está compuesto por las siguientes compañías: MEFF, Sociedad Holding de Productos Financieros Derivados, S.A., MEFF, Sociedad Rectora de Productos Financieros Derivados Renta Variable, S.A. (MEFF RV), MEFF, Sociedad Rectora de Productos Financieros Derivados Renta Fija, S.A. (MEFF RF), MEFF Euroservices, S.V., Instituto MEFF y MEFF Services.

(14) El multiplicador de los contratos de futuros sobre Ibex-35 se redujo de 10 euros a 1 euro.

sores minoristas. Además, de cara a ampliar la gama de productos ofrecidos, se procedió a preparar el lanzamiento de los contratos de futuros sobre acciones, que iniciaron su cotización en enero de 2001.

En su actuación en el exterior, la medida más relevante fue la incorporación de MEFF a la alianza internacional GLOBEX el 16 de junio de 2000, que amplió la vocación internacional de las actividades del grupo MEFF, iniciada con la creación de la plataforma Euro-GLOBEX en 1999. La interconexión electrónica entre los mercados incluidos en GLOBEX⁽¹⁵⁾ permite ampliar el abanico de productos ofrecidos por el grupo MEFF. Su puesta en funcionamiento está prevista para 2001. Por último, se planteó la posibilidad de permitir el acceso remoto a la negociación en MEFF de entidades financieras de la Unión Europea.

(15) La alianza GLOBEX está integrada por los mercados Chicago Mercantile Exchange, Paris Bourse, Bolsa de Montreal, SIMEX (Singapur) y Bolsa de Mercaderías y Futuros de Sao Paulo.

4

AUTORIZACIÓN DE ENTIDADES

Las empresas de servicios de inversión y las instituciones de inversión colectiva han mostrado durante 2000 una tendencia hacia la internacionalización en las operaciones y en la gestión. Por un lado, se acentuaron los procesos de toma de control de entidades españolas por parte de grupos extranjeros. Asimismo, se produjo un crecimiento importante de las comunicaciones tanto de empresas de servicios de inversión (ESI) como de instituciones de inversión colectiva (IIC) domiciliadas en otros Estados miembros de la UE para la prestación de servicios y comercialización de fondos en España, al amparo del “pasaporte comunitario”. En el ámbito de las IIC, se observó además que una parte importante de los fondos inscritos optó por una vocación inversora de renta variable internacional.

Empresas de servicios de inversión y sociedades gestoras de IIC (SGIIC)

En el año 2000, se registraron diez ESI y cuatro sociedades gestoras de IIC. Las bajas fueron más numerosas (diecisiete ESI y seis SGIIC), en su mayoría motivadas por procesos de fusión o reestructuración. Estos procesos adquirieron una especial relevancia durante el pasado año.

En el año 2000 se ha producido también un importante aumento de las ESI extranjeras que han pedido autorización para operar en España en régimen de libre prestación y también mediante establecimiento de sucursal. Otro hecho destacable es la elevada rotación que caracteriza al número de representantes registrados.

Cuadro 4.1

ALTAS Y BAJAS EN EL REGISTRO DE ENTIDADES EN 2000 NÚMEROS DE ENTIDADES

Tipo de entidad	Entidades registradas a 31/12/99	Altas	Bajas	Entidades registradas a 31/12/00
Empresas de servicios de inversión				
SV	46	4	2	48
AV	59	4	6	57
SGC	48	2	9	41
ESI sucursal	2	7	0	9
ESI libre prestación ...	479	115	24	570
Representantes	6.448	585	541	6.492
Inversión Colectiva.				
FIM	1.964	312	10	2.266
FIAMM	203	2	4	201
FII	5	0	0	5
SIM	211	1	39	173
SIMCAV	883	617	1	1.499
SGIIC	127	4	6	125
Depositarios	169	1	3	167
OICVM ⁽¹⁾	137	38	5	170
Capital-riesgo				
FCR	19	6	0	25
SCR	23	17	0	40
SGECR	11	9	0	20
Titulización				
SGFT	9	0	0	9

(1) OICVM: Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (IIC extranjeras).

Cuadro 4.2

REGISTRO DE ENTIDADES Y GRUPOS DE CONTROL: ESI Y SGIIC EN 2000

Altas		Bajas	
Entidad	Grupo de control	Entidad	Grupo de control
Sociedades de valores			
Link Securities	Independiente (transformación AV)	Nomura	Nomura
Intermoney	CIMD (transformación AV)	Chase Manhattan Valores	Chase
Electronic Trading Sys. Valores	Caja Madrid, Bco Zaragoza		
Multitel Valores	Cable Unión		
Agencias de valores			
Acacia Inversión, A.V.	Transformación de Acacia Inversión, SGC	Gestión Integral de Inversiones	Global Gestión
Gesconsult Valores, AV	CCF (transformación de Gesconsult, SGC)	Espaclear	SCLV
Arsfinantiae, AV	Independiente	Ficambio	Independiente
Twicetrade, A.V.	Planeta Agostini, Bco Urquijo	Intermoney	CIMD
		Link	Independiente
		Espinosa Partners	Independiente
Sociedades gestoras de cartera			
Global Index, SGC	Independiente	Braganza, SGC	Safei
Kutxa Gestión Privada, SGC	Kutxa	Acacia Inversión, SGC	Independiente
		Gesmadrid Gestión de Patrimonios, SGC	Caja Madrid
		Instrumental Mobiliaria, SGC	Independiente
		Agepasa, SGC	Independiente
		Gesconsult Valores, SGC	CCF
		Duero Gestión de Patrimonios, SGC	Caja Duero
		Argentaria Gestión de Patrimonios, SGC	Argentaria
		Guipuzcoano Valores, SGC	Banco Guipuzcoano
Sociedades gestoras de IIC			
Banesto Banca Privada, SGIIC	Banesto	Caixasabadell, SGIIC	Caixa Sabadell
Afina Gestión, SGIIC	49% de Commerzbank	Gestotal, SGIIC	Independiente
March Gestión de Fondos, SGIIC	March	Bankamerica Gestión, SGIIC	Bankamerica
Gesplusultra, SGIIC	Plus Ultra	Sindigestión, SGIIC	Sindibank
		Rio Trueba Gestión, SGIIC	Independiente
		Ega Gestión, SGIIC	Urquijo
Sociedades gestoras de ECR			
Vista Capital, SGEER	BSCH		
Grandville Private, SGEER	Grandville y Safei		
Ged Iberian SGEER	Independiente		
Gescaixa Galicia, SGEER	Caixa Galicia		
Avanza, AGEER	Caja Madrid		
Alleph Capital, SGEER	Independiente		
Diana Capital, SGEER	Fortis, Banco Guipuzcoano		
Talde Gestión, SGEER	Independiente		
Activa Ventures, SGEER	Independiente		

Cuadro 4.3
CAMBIOS DE CONTROL EN ESI Y SGIIC EN 2000

Entidad o grupo		
Nombre	Composición	Adquiriente
1. Tomas de control por entidades financieras extranjeras		
Gescapital	AV SGIIC	Banco Espirito Santo
Benito y Monjardín	SVB SGIIC	Banco Espirito Santo
Banco de Inversión	AV SGIIC	Bayerische Hypo Vereinsbank
Siaga	SVB	Consors
Beta	SVB SGIIC	Meespierson
Gesconsult	SGC SGIIC	HSBC
Robert Fleming	AV	Chase
J. Henry Schroders	SV	Salomon Brothers
Fibanc	AVB SGIIC	Banca Mediolanum
Morgan	SV SGIIC	Chase
Ega	SGIIC	Banco Urquijo (grupo KBL)
Ibersecurities	AVB SGIIC	Banco Sabadell, Banco Comercial Portugués
2. Tomas de control por entidades nacionales		
General Gestión	SGIIC	Privat Bank
Gesdiner	SGIIC	Agrupación Mutua
Gescatalana	SGIIC	CIMD
Capital Navarra	SGIIC AV	Independiente
3. Procesos de fusión		
BBV- Argentaria	SVB SGC SGIIC	BBVA

Como puede apreciarse en el cuadro 4.3, entidades financieras extranjeras tomaron participaciones de control en grupos españoles que incluían en casi todos los casos ESI y SGIIC. Además, se produjeron importantes movimientos de concentración protagonizados por grupos financieros españoles, en unos casos por adquisición de participaciones de control en entidades independientes y en otros por la fusión de los bancos BBV y Argentaria en el nuevo BBVA.

Instituciones de inversión colectiva

En el ámbito de las IIC, se mantuvo prácticamente el ritmo de crecimiento del número de inscripciones en los fondos de inversión mobiliaria (FIM), a pesar del descenso del patrimonio que gestionan. En total, el número de FIM y FIAMM inscritos al final del ejercicio alcanzó la cifra de 2.467, como se recoge en el cuadro 4.1.

También las sociedades de inversión mobiliaria de capital variable (SIMCAV) volvieron a tener un incremento significativo e incluso superior al de 1999: 617 nuevas inscripciones frente a 523

Cuadro 4.4

DISTRIBUCIÓN DE LOS NUEVOS FIM SEGÚN SU VOCACIÓN INVERSORA

Tipo de FIM	2000		1999	
	Número	%s/total	Número	%s/total
Renta fija corto plazo (RFCP)	15	4,81	13	4,48
Renta fija a largo plazo (RFLP)	6	1,92	7	2,41
Renta fija mixta (RFM)	14	4,49	44	15,17
Renta fija internacional (RFI)	16	5,13	9	3,10
Renta fija mixta internacional (RFMI)	10	3,21	15	5,17
Renta variable mixta (RVM)	14	4,49	23	7,93
Renta variable nacional (RVN)	2	0,64	4	1,38
Renta variable mixta internacional (RVMI)	15	4,81	20	6,90
Renta variable euro (RVE)	18	5,77	10	3,45
Renta variable internacional (RVI)	133	42,63	62	21,38
Garantizado renta fija (GRF)	20	6,41	12	4,14
Garantizado renta variable (GRV)	28	8,97	50	17,24
Fondos globales (FGL)	21	6,73	21	7,24
Total	312	100,00	290	100,00

en el pasado año. Así, el número total de SIMCAV inscritas a 31 de diciembre de 2000 se situó en 1.499, lo que significa un incremento del 315 % en los tres últimos años. Esta tendencia se vio, además, acentuada por la creciente transformación de SIM en SIMCAV: casi la totalidad de las 39 bajas de SIM estuvieron motivadas por su transformación en SIMCAV.

De los 312 FIM inscritos en 2000, una buena parte de ellos (133) optaron por una vocación inversora de renta variable internacional. El resto de fondos inscritos se repartió entre las otras 12 políticas de inversión definidas, sin que ninguna de ellas destacase de forma significativa. Cabe señalar el descenso en las inscripciones de fondos garantizados de renta variable.

Respecto a las especialidades legales en el funcionamiento de los FIM inscritos, cabe señalar que las nuevas modalidades de fondos de fondos, fondos principales y fondos subordinados, contemplados en la Ley de reforma de la LMV, tuvieron un aumento significativo en 2000. Estas figuras están destinadas a ampliar y flexibilizar la oferta de productos. Los fondos de fondos permiten que las gestoras españolas ofrezcan a los inversores la posibilidad de invertir de forma indirecta en valores negociados en mercados extranjeros con un cierto nivel de diversificación y sin incurrir por ello en la movilización de unos recursos que en ocasiones podría resultar inabordable o incluso ineficiente. La creación de fondos principales y sus correspondientes subordinados responde más a la posibilidad de vender un mismo fondo pero con estructuras de comisiones y canales de comercialización (gestora y/o depositario) diferentes.

En 2000 se autorizaron e inscribieron 92 fondos de fondos (FIMF), 10 fondos principales (FIMP) y 15 fondos subordinados (FIMS). Si a esta cifra añadimos los fondos transformados, observamos que a final del ejercicio el registro administrativo contaba con 97 FIMF, 10 FIMP y 24 FIMS inscritos.

Fusiones de fondos de inversión

La Disposición Adicional Segunda de la Ley 20/1998, de reforma del régimen jurídico y fiscal de las instituciones de inversión colectiva de naturaleza inmobiliaria, prevé la posibilidad de fusionar fondos de inversión. Durante 1999 sólo cuatro fondos se encontraron involucrados en un procedimiento administrativo de autorización para su fusión. En el año 2000 esta cifra se ha elevado hasta

los 40 fondos y se espera que esta tendencia creciente continúe en 2001, ya que el elevado número de fondos inscritos aconseja que las gestoras racionalicen la oferta de productos comercializados, sobre todo aquellas que administran fondos provenientes de otras gestoras del mismo grupo ampliado, como consecuencia a su vez de la fusión de las entidades financieras matrices.

Entidades de capital-riesgo

Desde abril de 1999 la CNMV ha asumido las competencias de autorización y supervisión de las entidades de capital-riesgo (ECR). Esta fórmula de inversión, de gran utilidad para la financiación de nuevos proyectos empresariales, tuvo en el ejercicio 2000 un importante incremento del número de inscripciones: 23 entidades, principalmente sociedades de capital-riesgo (SCR), y 9 sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo (SGECR). Así, al cierre del año, estaban registradas 65 entidades de capital-riesgo y 20 SGECR (véase cuadro 4.1).

La regularización de las entidades de capital-riesgo

La ley 1/1999 de 5 de enero, reguladora de las ECR y de sus sociedades gestoras, facultó a la CNMV para establecer y modificar las normas contables y los modelos de cuentas anuales, así como los referidos al cumplimiento de los coeficientes legales que se establezcan, previo informe del Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas.

En virtud de esta facultad, la CNMV publicó en septiembre la Circular 5/2000^(*), que regula las normas de contabilidad y los modelos de estados contables y estadísticos, reservados y públicos, de las entidades de capital riesgo y de sus sociedades gestoras a los que deberán ajustar sus cuentas anuales. Asimismo, establece la frecuencia y detalle con que los correspondientes estados deberán ser suministrados a esta CNMV o hacerse públicos con carácter general por las propias entidades.

La Circular incluye definiciones propias del contenido de la actividad de capital riesgo, clasificando las participaciones o inversiones en compañías no cotizadas en “capital inicio” o “capital desarrollo”, fundamentalmente por la antigüedad superior o inferior a tres años de la entidad en que se invierta.

Asimismo, se establecen criterios generales de valoración de las inversiones y demás cuentas contables. De éstos hay que resaltar, por tratarse del objeto principal de esta actividad, los criterios referidos a valores de renta variable no cotizados. La norma general de valoración en las inversiones en “capital inicio” se efectuará según el coste de adquisición y, en el caso de inversiones en “capital desarrollo”, según el criterio de patrimonio neto ajustado, corregido por el importe de las plusvalías o minusvalías tácitas.

(*) Circular 5/2000 de 19 de septiembre de la CNMV, sobre normas contables y modelos de estados financieros reservados y públicos de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras.

Sociedades gestoras de fondos de titulización

En el ejercicio 2000 no se modificó el número de entidades registradas y todas, excepto una de ellas, se han transformado en sociedades gestoras de fondos de titulización de activos, para ampliar su actividad a la titulización de otros créditos y derechos distintos a los activos hipotecarios.

Actuación transfronteriza

Empresas de servicios de inversión

La autorización concedida en cualquiera de los Estados miembros de la UE otorga a las ESI el derecho a prestar servicios de inversión en cualquier otro Estado de la UE (“pasaporte comunitario”), a través de sucursales o en régimen de libre prestación, con el único requisito previo de que el

supervisor del país de origen lo comunique al país de acogida. Durante el pasado ejercicio, 115 ESI radicadas en otros Estados miembros de la UE comunicaron a la CNMV su intención de prestar servicios de inversión en España en régimen de libre prestación, lo que eleva a 570 el número total de entidades que han realizado dicho trámite desde la entrada en vigor de la Directiva de Servicios de Inversión en enero de 1996. Tan sólo nueve ESI prestan servicios en España mediante sucursal, siete de las cuales lo han comunicado en el año 2000, lo que supone un importante incremento con respecto al ejercicio anterior, que finalizó con tan sólo dos sucursales inscritas en nuestros registros.

Por lo que se refiere a la actuación transfronteriza de las ESI nacionales, únicamente una sociedad de valores solicitó el pasaporte comunitario para abrir sucursal en Portugal, mientras que la opción de libre prestación de servicios fue solicitada tan sólo por una sociedad de valores, con la finalidad de hacerse miembro de LIFFE.

Instituciones de inversión colectiva

El número de IIC extranjeras (OICVM) registradas en la CNMV para su comercialización en España experimentó un importante crecimiento, similar al del año pasado y muy superior al de ejercicios anteriores. Se produjeron 38 inscripciones y 5 bajas (33 y 12, respectivamente, en 1999). Todas las nuevas entidades registradas, menos una, son IIC domiciliadas en otros Estados miembros de la UE, cuya distribución en España está amparada por el “pasaporte comunitario” concedido por las autoridades del Estado de origen de acuerdo con la Directiva 85/611/CEE. La inscripción restante correspondió a una IIC domiciliada en Francia (su comercialización está restringida a los empleados en España de sociedades sobre las que una empresa francesa tiene participación directa o indirecta), cuya solicitud de inscripción no se realizó al amparo de la Directiva citada, si bien la distribución se hará como colocación privada y sin actividad publicitaria.

Cuadro 4.5

DISTRIBUCIÓN DE LAS ESI EXTRANJERAS SEGÚN EL ESTADO DE ORIGEN

País	Número de ESI	%s/total
Reino Unido	449	77,55
Francia	36	6,22
Irlanda	19	3,29
Holanda	20	3,46
Bélgica	12	2,08
Austria	13	2,25
Dinamarca	7	1,21
Suecia	5	0,86
Noruega	4	0,69
Alemania	4	0,69
Luxemburgo	3	0,51
Portugal	3	0,51
Finlandia	1	0,17
Italia	3	0,51
Total	579	100,00

Cuadro 4.6

DISTRIBUCIÓN DE LAS OICVM SEGÚN SU ESTADO DE ORIGEN

País	Número de OICVM	%s/total
Luxemburgo	118	69,4
Francia	33	19,4
Irlanda	9	5,3
Reino Unido	3	1,8
Alemania	5	2,9
Bélgica	2	1,2
Total	170	100,00

5

LA SUPERVISIÓN DE LA INVERSIÓN COLECTIVA Y DE LOS INTERMEDIARIOS

La supervisión de las empresas de servicios de inversión y de las instituciones de inversión colectiva se realiza mediante un control a distancia y mediante inspecciones “in situ”. El control a distancia analiza de forma sistemática y periódica el cumplimiento de la normativa a través de la información de carácter reservado enviada por las entidades a la CNMV. Mediante la inspección “in situ” en el domicilio social de las entidades, se analiza de forma exhaustiva la documentación interna (contabilidad, certificados de depósito y valores, órdenes de clientes y aspectos formales, entre otros asuntos).

Al margen de la supervisión sistemática, la CNMV realiza análisis específicos sobre aquellos aspectos que estima más oportunos en cada momento. En 2000, el contexto de creciente internacionalización de las inversiones hizo que la CNMV continuase dedicando especial atención al seguimiento y control de la inversión de las IIC en activos extranjeros. Al mismo tiempo, el aumento de la actividad realizada a través de Internet (véase recuadro más adelante), tanto por parte de las ESI como de las IIC, ha llevado a la creación de un área específica dedicada a la supervisión de esta nueva forma de inversión.

Control interno

Instituciones de Inversión Colectiva

- *Cumplimiento de coeficientes legales.* Uno de los aspectos a los que se ha prestado especial atención se refiere a la operativa de derivados de las IIC. En este contexto, se han identificado entidades que puntualmente han sobrepasado los límites establecidos por la normativa para la operativa con productos derivados, sin haber realizado la preceptiva comunicación a la CNMV en los plazos establecidos. Por otro lado, también se han analizado operaciones estructuradas que pudieran incorporar derivados sobre riesgo de crédito o sobre fondos de inversión, ya que la inversión en tales instrumentos no está autorizada por la normativa.
- *Análisis sistemático de rentabilidades.* Se han desarrollado nuevas herramientas de supervisión para analizar la rentabilidad de los fondos en relación con los riesgos asumidos, lo que permite identificar errores en el cálculo de los valores liquidativos.
- *Controles específicos.* En el año 2000 pueden destacarse:
 - *Cobro de comisiones de gestión.* Cada vez resulta más habitual el hecho de cobrar comisiones de gestión a los partícipes de los fondos de inversión en función de los rendimientos obtenidos, por lo que se ha comprobado si el cálculo de las mismas ha sido correcto y si se han respetado los máximos establecidos por la normativa.
 - *Remuneración de las cuentas en los depositarios.* En la revisión de los contenidos de los informes trimestrales a partícipes se analizó la remuneración que los gestores están obteniendo por las cuentas corrientes mantenidas en las entidades depositarias. Se verificó si existían situaciones que pudieran resultar asimétricas dentro de los fondos, en los que la gestora y depositario pertenecían al mismo grupo.
 - *Participaciones preferentes.* La relativa novedad de este producto en el mercado español y el éxito entre los inversores institucionales llevó a realizar controles específicos. Se analizó la valoración asignada por los gestores y su adecuación a

la política de inversión declarada por los fondos que habían invertido en ellas. En general, se puso de manifiesto la estrechez del mercado secundario de este tipo de activos y, en consecuencia, los problemas con que se encuentran los gestores a la hora de valorarlos.

- *Informe sobre el grado de cumplimiento de las normas de control interno.* Desde la entrada en vigor de la Circular 3/97⁽¹⁶⁾, las IIC que operan con productos derivados están obligadas a realizar una memoria descriptiva de sus normas de control interno, aprobada por el Consejo de Administración. Adicionalmente, con carácter anual, se debe elevar a dicho órgano un informe sobre el grado de cumplimiento de tales normas. La supervisión de estos informes puso de manifiesto que sólo un número muy reducido de entidades han operado con productos derivados sin disponer de los controles internos exigidos por la normativa, y sin haber actualizado los folletos de los fondos en cuestión.

Supervisión de actividades a través de Internet

En 2000 se produjo el despegue definitivo de la actuación a través de Internet de las entidades supervisadas por la CNMV. Al finalizar el año, tres de cada cuatro ESI y SGIIC disponían de páginas web, a través de las cuales realizan actividades tales como suministro de información financiera o recepción de órdenes. También hay entidades cuya actividad se realiza exclusivamente por esa vía. Por último, se ha generalizado la presencia en la red de empresas de servicios de inversión ubicadas en otros países de la Unión Europea.

Tanto la normativa nacional como la europea han comenzado a tratar los diversos aspectos del comercio electrónico. A nivel europeo se encuentran en fase de elaboración dos directivas: una sobre la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores^(*) y otra sobre el blanqueo de capitales. La primera está siendo objeto de una nueva redacción y respecto a la segunda parece que existe acuerdo en su mayor parte. Existe una tercera directiva^(**), ya aprobada, sobre el comercio electrónico, cuya transposición debe realizarse antes de enero de 2002. En el contexto nacional, la futura Ley de Comercio Electrónico (en anteproyecto) establecerá las pautas de actuación para los intermediarios que operen a través de Internet. Hay aspectos que ya se encuentran recogidos en el R.D. 14/1999 de 17 de septiembre, sobre normas reguladoras de la firma electrónica.

Por otro lado, los supervisores y reguladores internacionales están definiendo sus líneas de actuación y coordinación a través diversos foros tales como el “Grupo de Banca Electrónica” del Comité de Basilea, el “Grupo de Contacto en E-finance” del Foro para la Estabilidad Financiera, o el “Grupo de trabajo 2 sobre Internet” de IOSCO.

Como consecuencia del crecimiento de la actividad directa a través de Internet y de las iniciativas internacionales para adaptar la supervisión financiera al nuevo medio, la CNMV ha asignado a una unidad, dentro de la Dirección General de Supervisión, el seguimiento y vigilancia de este nuevo canal de prestación de servicios de forma que se mantengan los estándares exigidos para asegurar la integridad del mercado y protección del inversor.

(*) Propuesta de Directiva relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a consumidores y Propuesta de Directiva por la que se modifica la Directiva 91/308/CE del Consejo de 10 de junio de 1991, relativa a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales.

(**) Directiva 2000/31/CE, de 8 de junio de 2000 relativa a determinados aspectos jurídicos de los servicios de la sociedad de la información, en particular, el comercio electrónico en el mercado interior.

(16) Circular 3/1997, de 29 de julio, de la CNMV, sobre obligaciones de información a socios y partícipes de IIC de carácter financiero y determinados desarrollos de la OM de 10 de junio de 1997 sobre operaciones de estas instituciones en instrumentos derivados.

- *Comercialización de fondos a través de Internet.* De acuerdo con la normativa vigente, la comercialización de participaciones de fondos de inversión está sujeta a su inclusión con carácter previo en el folleto informativo correspondiente. Durante el ejercicio, se ha comprobado si los fondos que estaban siendo ofrecidos en distintos portales financieros cumplían dicha norma.
- *Custodia de valores extranjeros.* La internacionalización de las inversiones de los fondos ha llevado a analizar la forma en que se está realizando la custodia de los valores extranjeros.
- *Fondos inmobiliarios.* Las recientes modificaciones normativas⁽¹⁷⁾ han abierto posibilidades operativas en fondos inmobiliarios. En este contexto, se ha decidido poner en marcha un sistema de supervisión que integre a las sociedades de tasación que valoran los activos inmobiliarios.
- *Instituciones de inversión colectiva extranjeras comercializadas en España.* Aunque las competencias en materia de supervisión de estas instituciones corresponden al país de origen, la CNMV verifica el requisito de información periódica a los partícipes, así como el cumplimiento de los mínimos previstos por la normativa española.

Inversiones de las IIC en valores cotizados en Latibex

La O.M. de 10 de marzo de 2000⁽¹⁸⁾ permitió que las IIC pudieran invertir en el Mercado de Valores Latinoamericanos (Latibex). Tras ocho meses desde la entrada en vigor de esta normativa, la inversión representaba, a octubre de 2000, tan sólo el 0,01% del patrimonio y un 0,02% de la capitalización del Latibex. Además, la inversión se concentra en cinco valores de los once que cotizan en este mercado. De momento, las IIC prefieren realizar inversiones en valores latinoamericanos a través de mercados más profundos y amplios como la Bolsa de Nueva York (NYSE) o el Nasdaq, en los que la inversión en estos valores es casi ocho veces la correspondiente al Latibex.

INVERSIÓN DE LAS IIC EN VALORES COTIZADOS DE LATIBEX

Octubre 2000		Diciembre 1999	
Número de IIC	Valor de mercado*	Número de IIC	Valor de mercado*
35	14.091	11	1.413

* En miles de euros

INVERSIÓN DE LAS IIC EN VALORES DE LATIBEX COTIZADOS EN OTROS MERCADOS

Octubre 2000		Diciembre 1999	
Número de IIC	Valor de mercado*	Número de IIC	Valor de mercado*
242	111.671	37	11.372

* En miles de euros.

(17) Real Decreto 845/1999, de 21 de mayo, por el que se modifica parcialmente el Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las IIC en relación con las sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y se disponen otras medidas financieras.

(18) Orden Ministerial de 10 de marzo de 2000 sobre inversiones de las IIC en valores negociados en el Mercado de Valores Latinoamericanos.

Empresas de servicios de inversión

- *Supervisión de coeficientes legales.* Los resultados ponen de manifiesto un cumplimiento generalizado de los distintos coeficientes exigibles, y sólo se han detectado algunos casos aislados de ajustes a los requerimientos normativos.
- *Controles específicos.* Otras áreas requirieron actuaciones, al margen de los controles sistemáticos:
 - *Análisis de saldos deudores.* Se realizó un seguimiento de las agencias de valores que en ejercicios anteriores presentaron incidencias relacionadas con la concesión de financiación a sus clientes, comprobando que se había producido una mejora significativa.
 - *Cumplimiento de las normas de control interno.* El ejercicio 2000 ha sido el primero en el que entró en vigor la obligación de presentar un informe sobre el grado de cumplimiento de las normas de control interno para las ESI. El seguimiento de esta obligación ha permitido detectar algunas entidades que habían postergado la implantación de los controles internos requeridos por la normativa.
 - *Obligaciones de información establecidas en la Orden Ministerial de gestión de carteras*⁽¹⁹⁾. Se requirió, a aquellas ESI más activas en la gestión discrecional e individualizada de carteras, información agregada relativa a potenciales conflictos de interés. Se pretendía constatar que las entidades estaban en disposición de poder informar a sus clientes sobre los eventuales conflictos de interés, de acuerdo con lo establecido en la Orden Ministerial.
 - *Seguimiento de reclamaciones.* Las incidencias puestas de manifiesto en las reclamaciones presentadas contra entidades constituyen una ayuda a la supervisión. Los hechos más frecuentes denunciados fueron la falta de controles en la actuación de representantes, el incumplimiento de la obligación de registro de órdenes de clientes y la ausencia de controles internos adecuados.

El requisito de la solvencia profesional en las empresas de servicios de inversión y en las instituciones de inversión colectiva

Que las ESI cuenten con medios humanos y técnicos adecuados y que los gestores posean una suficiente solvencia profesional han sido unos de los objetivos fundamentales perseguidos, tanto por la Ley del Mercado de Valores como por los desarrollos posteriores de la misma.

Esta ley presta especial atención, en el procedimiento de autorización de las ESI, a los requerimientos de profesionalidad, tanto de accionistas como de administradores o asimilados, así como a la existencia de medios técnicos y humanos suficientes. El principal desarrollo normativo está recogido en la Circular 1/1998 de 10 junio, sobre sistemas internos de control, seguimiento y evaluación continuada de riesgos, que contempla lo referente a los medios organizativos, políticas y procedimientos.

Por otra parte, el Reglamento de IIC establece entre las condiciones de autorización que todos los miembros del Consejo de Administración tengan una reconocida honorabilidad comercial y profesional. El principal desarrollo normativo efectuado en relación con la solvencia profesional y los medios humanos y técnicos de las instituciones está recogido en la Circular 3/1997 de 29 de julio, en la que se incluyen las obligaciones de control interno.

(19) Orden Ministerial de 7 de octubre de 1999 de desarrollo del código general de conducta y normas de actuación en la gestión de carteras de inversión.

La CNMV, en cumplimiento de sus funciones de supervisión, dedica gran parte de sus esfuerzos, tanto en los controles periódicos como en las visitas, a analizar la solvencia profesional y la existencia de los medios adecuados para el desarrollo de las actividades autorizadas.

Se ha comprobado que las entidades han realizado esfuerzos notables en la adaptación de sus procedimientos, con el objetivo de mejorar el servicio a sus clientes. Sin embargo, existen determinadas áreas (administración y depósito de valores, información remitida y recibida de los clientes, contabilidad) en las que se debe seguir mejorando para evitar riesgos innecesarios.

Visitas a las entidades

Instituciones de inversión colectiva

Los aspectos más destacados observados, que plantearon diversas actuaciones por parte de la CNMV, se refieren a:

- *Adecuación de los medios a la expansión del negocio.* Se han puesto de manifiesto algunas debilidades en entidades que han registrado un importante crecimiento de su negocio, sin haber adecuado debidamente los medios necesarios para su efectivo control.
- *Custodia de valores extranjeros.* Tanto la gestora como el depositario deben asegurarse de que la propiedad, el pleno dominio y la libre disposición de los activos les pertenecen en todo momento.
- *Autonomía de las sociedades gestoras.* Se ha observado que algunas gestoras de nueva creación presentaban excesiva dependencia de otras entidades.
- *Control de las nuevas inversiones.* La ampliación de la gama de mercados y productos en los que invierten las IIC dificulta su control desde el área de supervisión a distancia. Por ello, en las visitas se hizo hincapié en la correcta valoración de estas inversiones.

Empresas de servicios de inversión

- *Información a la clientela.* Se han observado, en algunos casos, defectos en la información que las entidades deben facilitar a sus clientes.
- *Gestión de carteras.* Se ha detectado la realización puntual de la actividad de gestión de carteras por personas no habilitadas a tal fin.
- *Procedimientos de control interno y normas de conducta.* En las visitas realizadas han aflorado algunas anomalías en aspectos como las conciliaciones de tesorería, la aplicación del reglamento interno de conducta y los procedimientos establecidos con representantes.
- *Verificación de la información remitida a la CNMV.* El análisis de los estados financieros internos de las entidades ha permitido la detección de defectos, en general poco significativos, en la información remitida a la CNMV y en el cálculo de la dotación de provisiones por insolvencias.

La solvencia de las sociedades gestoras de IIC y de las empresas de servicios de inversión

Sociedades gestoras de IIC

La cuenta de resultados de las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva a diciembre de 2000 ha mostrado un beneficio que supone un incremento del 0,42% respecto a la misma fecha del año anterior.

La solvencia de estas entidades se podría calificar como buena, ya que, de las 124 sociedades inscritas en el registro de la CNMV, únicamente cinco entidades tuvieron dificultades de cumplimiento de este coeficiente. Al igual que en el caso de las empresas de servicios de inversión, se requirió a las entidades afectadas para que adoptaran las medidas necesarias para solventar tal situación. Por último, los recursos propios computables a diciembre de 2000 superaban en un 3,5% a los existentes a la misma fecha del ejercicio anterior.

Empresas de servicios de inversión

A pesar del mal comportamiento de los mercados en 2000, la cuenta de resultados del sector de sociedades y agencias de valores mostró un resultado positivo que implicaba un aumento del orden del 44% respecto al ejercicio 1999. Esta mejora se debe tanto al descenso de los gastos de estructura como al aumento de las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes, y por colocación y aseguramiento de emisiones. El descenso en los gastos de estructura a nivel sectorial se explica al no repetirse el año pasado la situación atípica de 1999, cuando tuvo lugar la amortización anticipada por importe de 180 millones de euros de la sociedad AB Asesores, tras su adquisición por Morgan Stanley Dean Witter.

Así pues, la estructura patrimonial de las sociedades y agencias de valores sigue siendo buena gracias a los resultados que se han ido obteniendo en los últimos años. Los recursos propios computables han aumentado casi un 21% respecto al año anterior y han alcanzado un importe de 1.372 millones de euros. El cumplimiento del coeficiente de solvencia se ha incrementado en términos agregados; además sólo dos entidades tuvieron dificultades para alcanzar el nivel de recursos propios legalmente exigido.

Esta situación se extiende también a las sociedades gestoras de cartera, en las que los resultados obtenidos hasta diciembre de 2000 superan en un 60,2% a los obtenidos durante el ejercicio 1999. Con respecto a los recursos propios exigibles, de las 41 entidades registradas, únicamente una entidad no cumplía el mínimo y ha iniciado los trámites para darse de baja en los registros.

Modelo normalizado de contrato-tipo de gestión discrecional e individualizada de carteras

La O.M. de 7 de octubre de 1999, de desarrollo del Código General de Conducta y normas de actuación en la gestión de carteras de inversión, habilitaba a la CNMV para desarrollar el contenido de los contratos, así como para aprobar los modelos normalizados de contrato-tipo. En virtud de dicha habilitación, se publicó la Circular 2/2000⁽²⁰⁾ sobre modelos normalizados de contratos-tipo de gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión. Dicha Circular establece un contrato-tipo con un contenido mínimo de uso voluntario, al que se han adscrito a 31 de diciembre de 2000 el 74,4% de las sociedades y agencias de valores y el 66% de las sociedades gestoras de cartera.

(20) Circular 2/2000, de 30 de mayo, de la CNMV, sobre modelos normalizados de contrato-tipo de gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión y otros desarrollos de la Orden Ministerial de 7 de octubre de 1999 de desarrollo del código general de conducta y normas de actuación en la gestión de carteras de inversión.

6

INFORMACIÓN AL MERCADO DE LAS SOCIEDADES EMISORAS

La actividad emisora en 2000 continuó aumentando a un ritmo importante. En el caso de las emisiones de renta variable, destacó el aumento de las ampliaciones de capital. El segmento de renta fija consolidó el fuerte incremento registrado en 1999.

Las prioridades de actuación de la CNMV continuaron siendo la garantía de la transparencia informativa de las sociedades emisoras y la calidad de las cuentas anuales presentadas. Por lo tanto, en la supervisión de la información remitida al mercado por los emisores continuó poniéndose énfasis en el hecho de que las auditorías presentadas contaran con una opinión favorable.

Por otra parte, los informes recibidos en 2000 pusieron de manifiesto que, si bien continúa avanzándose en la mejora de la calidad de las cuentas anuales, todavía no se han alcanzado los niveles que serían deseables para lograr una adecuada transparencia informativa. Hacia este objetivo se dirigieron medidas, como el desarrollo de la normativa sobre comunicación de los sistemas retributivos de administradores y directivos vinculados al precio de las acciones de la sociedad o como la elaboración de un modelo normalizado para el suministro de información del grado de cumplimiento del Código de Buen Gobierno.

Emisiones y OPV

En 2000 las emisiones de valores registradas en la CNMV volvieron a incrementarse de forma significativa. Los importes de las emisiones y OPV de renta variable en 2000 superaron en más de tres veces las cifras registradas en 1999, un ejercicio en el cual se produjo un descenso de la actividad de emisión de este segmento (véase cuadro 6.1). Por emisores en el mercado nacional destacaron las OPS de BSCH y BBVA, las salidas a bolsa de Telefónica Móviles, EADS y Gamesa, y la OPV de Amadeus (véase cuadro 6.2).

Sin embargo, en el segmento de la renta fija los expedientes de emisión disminuyeron en su conjunto, tras el espectacular incremento registrado en 1999, con la excepción de los pagarés de empresa, cuyas emisiones se mantuvieron prácticamente en los niveles del año anterior.

Cuadro 6.1

REGISTRO DE EXPEDIENTES DE EMISIÓN Y OPV

Importes en millones de euros

	N.º de expedientes		Importe ^(*)	
	1999	2000	1999	2000
Renta fija	184	139	56.198	51.433
Pagarés ^(**)	49	48	32.555	32.967
Resto.....	135	91	23.643	18.466
Renta variable	87	130	14.334	46.875
Ampliaciones de capital.....	59	93	7.375	25.890
OPV.....	22	20	2.556	7.537
OPS.....	6	17	4.403	13.448
Contratos financieros^(***).....	34	72	2.865	3.184
Warrants	164	431	3.083	2.257
Total	469	772	76.480	103.749

(*) Importe efectivo ofertado sólo en los tramos nacionales de las operaciones.

(**) El importe efectivo coincide con el nominal.

(***) Incluye las emisiones de certificados.

OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA REGISTRADAS

Importes en miles de euros

Sociedad	Importe ^(*)	Salida a bolsa	OPV/OPS ^(**)
RECOL	29.134		S
BBVA.....	2.994.200		S
AMADEUS	1.180.000		V
DEUTSCHE TELEKOM.....	414.280		V
PRISA	910.260	SÍ	V
BSCH	4.381.800		S
EADS.....	2.416.334	SÍ	C
ZELTIA	290.408		C
TECNOCOM.....	42.492		S
LOGISTA.....	319.048		V
META 4	55.000		S
AMPER Empleados	11.499		V
SOS ARANA	58.005		S
AZKAR Empleados.....	781		V
CABLEEUROPA	337.649		S
RECOLETOS.....	305.700	SÍ	C
GAMESA.....	306.558	SÍ	V
DEUTSCHE POST.....	5.703.100		V
TELEFÓNICA MÓVILES	3.300.000	SÍ	S
KPN.....	4.237.996		S
FCC Empleados	4.820		V
Total	27.299.064		

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

(**) S: oferta pública de suscripción. V: oferta pública de venta. C: operación combinada OPV-OPS.

Otras emisiones registradas en la CNMV

La actividad emisora de warrants se siguió concentrando en tres entidades (Citibank, Société Generale y Santander Central Hispano Investment), aunque el número de emisores se amplió hasta seis. Resultó significativo el incremento en el número de emisiones (véase cuadro 6.1), si bien el importe efectivo total de las primas se redujo en un 27% respecto a 1999.

También tuvieron un crecimiento destacable los contratos financieros atípicos en 2000, tanto el número de expedientes como el importe total emitido. Estos productos consisten en una combinación de una imposición a plazo fijo y un contrato de opción sobre acciones o índices, por lo que no se asegura la devolución íntegra del importe invertido.

Con el objetivo de que se reflejaran con precisión sus características en los folletos, la CNMV aprobó la Circular 3/2000⁽²¹⁾ de 30 de mayo, que modifica los modelos de folletos para hacerlos más adecuados para que los inversores puedan contar con una información clara y sencilla sobre el producto y los riesgos que conlleva.

Reconocimiento mutuo

Las Directivas del Consejo Europeo 80/390 y 89/298, relativas a las solicitudes de admisión a negociación en bolsa de valores y OPV, respectivamente, establecen un sistema denominado de reco-

(21) Circular 3/2000, de 30 de mayo, por la que se modifica por primera vez la Circular 2/1999, de 22 de abril, en la que se aprueban determinados modelos de folletos de utilización en emisiones u ofertas públicas de valores.

nocimiento mutuo, destinado a facilitar la integración de los mercados europeos, en virtud del cual el emisor puede registrar un único folleto en su país de origen, que será válido para realizar emisiones en cualquier país miembro de la Comunidad Europea.

En el ejercicio 2000 se llevaron a cabo once colocaciones en el mercado español de entidades no residentes mediante folletos informativos verificados por las autoridades competentes de otros países comunitarios. Destacaron entre estas operaciones las OPV de cuatro entidades, distribuidas simultáneamente en varios países de la Unión Europea: Deutsche Post, Koninklijke KPN, EADS y Deutsche Telekom.

En la actualidad, el Foro de Reguladores de Valores europeos (FESCO) está estudiando la reforma del sistema de reconocimiento mutuo, con la finalidad de agilizar el procedimiento mediante la implantación de un sistema de reconocimiento automático que eliminaría la facultad que tiene el estado de acogida de solicitar al oferente información adicional a la que ya ha sido registrada en el estado de origen.

Encuentro de la CNMV con las sociedades emisoras

La CNMV, consciente de la creciente participación de los inversores españoles en las bolsas de valores en los últimos años y del elevado volumen de información que se pone a su disposición, estimó conveniente mantener un encuentro con las entidades emisoras con el objetivo de enfatizar la importancia de la calidad de la información que elaboran para hacer llegar al inversor. La convocatoria tuvo lugar en marzo y contó con más de 200 asistentes.

El encuentro se centró en la mejora de la información que fluye del emisor a sus inversores, para que ésta sea puntual, veraz y completa. En este sentido, se subrayó la necesidad de que la información contenida en los folletos sea fácilmente comprensible, completa y no redundante, y con un lenguaje dirigido al público no especializado. También se transmitió la importancia que tiene comunicar, de forma inmediata y a través de la figura de hecho relevante, cualquier información significativa o que pueda afectar de forma sensible a la compañía o a su cotización, de manera que no se discrimine a ningún inversor.

Requisitos de admisión y normas de transparencia de los emisores en el Nuevo Mercado

En 1999 se creó un segmento especial de negociación de valores denominado “Nuevo Mercado”, mediante la O.M. de 22 de diciembre de 1999, cuyos requisitos de admisión se adaptaron a las especiales características de las empresas que pueden acceder a cotizar en él. Así, se incrementaron los niveles de información y de protección del inversor, al establecerse un requisito adicional al exigido en el segmento de la bolsa de empresas de los sectores tradicionales.

Consiste en la obligación de que los emisores aporten un informe, aprobado por su órgano de administración, sobre las perspectivas de negocio y financieras de la entidad, y sobre la evolución prevista de sus resultados en los siguientes ejercicios. Este documento deberá incluirse en la información que la CNMV registre y ponga a disposición del público con ocasión de la verificación del folleto correspondiente. Además, al menos una vez al año, deberán poner a disposición del público, en forma de hecho relevante, información explicativa también sobre los planes de inversión y financiación previstos, y sobre su evolución y las perspectivas de negocio.

Como desarrollo de la Orden mencionada, y al objeto de dar cumplimiento al mandato incluido en la misma, la CNMV aprobó la Circular 1/2000, en la que se abordan los siguientes aspectos:

- el tipo de empresas que pueden cotizar en el Nuevo Mercado.
- las condiciones de admisión.
- los requisitos de información y transparencia de los emisores.
- las particularidades del procedimiento de admisión de valores.
- las condiciones específicas de contratación.

Información periódica de las sociedades cotizadas

En 2000 se puso en marcha la posibilidad de remitir a la CNMV la información pública periódica de las sociedades cotizadas por línea telemática, mediante el sistema CIFRADO/CNMV, de cifrado y firma electrónica.

Con el fin de promover su utilización, se remitió en junio una carta a las sociedades cotizadas de 2000 en la que, para facilitar la adaptación, se adjuntaba el soporte informático. La CNMV considera deseable la adopción de este nuevo sistema, al menos por parte de las sociedades que forman parte del Ibex-35, para lo cual podría ser de gran ayuda la elaboración de una normativa al respecto.

Hasta el tercer trimestre, el número de entidades acogidas al sistema CIFRADO/CNMV se elevó hasta 25 sociedades, desde tan sólo dos entidades en el segundo semestre de 1999.

Cuentas anuales e informes de auditoría

Es de gran importancia que las sociedades emisoras presenten informes de auditoría con opinión favorable sobre sus cuentas anuales, ya que esto contribuye a que los inversores puedan formarse una opinión completa y fundada de aquéllas. Durante el año 2000 la CNMV ha vuelto a reiterar a los emisores la necesidad de que mejoren la calidad de las cuentas anuales.

Tal y como se desprende del cuadro 6.3, el esfuerzo realizado continúa dando resultados satisfactorios, al disminuir el número de opiniones con salvedades y el número de opiniones denegadas o adversas. Sin embargo, todavía la calidad de la información que las sociedades incorporan en sus cuentas anuales e informes de gestión es susceptible de mejora.

Al objeto de subsanar las deficiencias que aún presentan las cuentas anuales de algunos emisores, las principales medidas adoptadas por la CNMV en 2000 fueron:

- Envío de requerimientos a las sociedades cuyo informe de auditoría sobre las cuentas anuales de 1999 no incluyera una opinión favorable y el impacto contable de cada salvedad fuera significativo. En este sentido, se remitieron 17 requerimientos, siendo cinco las sociedades que tienen intención de solucionarlos satisfactoriamente.
- El aumento del número de auditorías con limitaciones al alcance, por primera vez en los últimos ejercicios, hizo que la CNMV solicitase a estas sociedades que pusieran a disposición del auditor toda la información necesaria para desarrollar su trabajo.
- Entre las omisiones en la información incluida en la memoria destacó la ausencia de mención de aquellas entidades cuya participación en el capital de la sociedad superase el 10%. En los 19 casos planteados se requirió su solución; la mayoría de ellas respondieron satisfactoriamente.
- En cuanto a los informes de auditoría sin opinión por parte del auditor, hay que señalar que se ha mantenido la suspensión de la cotización de las acciones de Grupo Fosforera, ya que el auditor sigue sin poder dar una opinión sobre las cuentas.

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

	1997		1998		1999	
	N.º	%	N.º	%	N.º	%
1. AUDITORÍAS RECIBIDAS EN LA CNMV						
– Cuentas Individuales	420	64,1	406	64,1	397	64,7
– Cuentas Consolidadas	236	35,9	227	35,9	217	35,3
Total Auditorías Recibidas	656	100,0	633	100,0	614	100,0
– Informes especiales O.M. 30/9/92	93		79		69	
2. OPINIÓN DE AUDITORÍA						
– Opinión Favorable	550	83,8	547	86,4	541	88,1
– Opinión Con Salvedades	106	16,2	86	13,6	73	11,9
3. TIPOS DE SALVEDADESE						
– N.º de auditorías con excepciones	54	50,9	54	62,8	43	58,9
– N.º de auditorías con incertidumbres y otras	71	67,0	40	46,5	37	50,7
– N.º de auditorías con limitaciones	10	9,4	7	8,1	10	13,7
Total auditorías con salvedades	106	100,0	86	100,0	73	100,0
4.1 EFECTOS SOBRE RESULTADOS DE LAS EXCEPCIONES						
– N.º de auditorías con efectos positivos	17	31,5	15	27,8	16	37,2
– N.º de auditorías con efectos negativos	24	44,4	28	51,9	20	46,5
4.2 EFECTOS SOBRE PATRIMONIO DE LAS EXCEPCIONES						
– N.º de auditorías con efectos positivos	16	29,6	23	42,6	22	51,2
– N.º de auditorías con efectos negativos	19	35,2	14	25,9	4	9,3
Total auditorías con excepciones	54	100,0	54	100,0	43	100,0
5. NATURALEZA DE LAS INCERTIDUMBRES Y OTRAS						
– Continuidad del negocio	26	36,6	18	45,0	14	37,8
– Contingencias fiscales	17	23,9	13	32,5	8	21,6
– Recuperación de activos	29	40,8	21	52,5	12	32,4
– Actualización activos en base a norma foral	0	0,0	0	0,0	0	0,0
– Contenciosos y litigios	17	23,9	11	27,5	8	21,6
– Denegación de opinión u opinión adversa	6	8,5	3	7,5	2	5,4
– Otras incertidumbres	19	26,8	14	35,0	7	18,9
Total auditorías con incertidumbres y otras ..	71	100,0	40	100,0	37	100,0

(*) Informes de Auditoría de Cuentas Anuales e Informes Especiales recibidos en la CNMV, hasta el 31 de diciembre de 2000.

SOCIEDADES COTIZADAS REQUERIDAS DURANTE 2000 EN RELACIÓN CON LAS AUDITORÍAS SOBRE CUENTAS ANUALES DE 1999

Mercado continuo	Corros	Segundo Mercado
Sociedades requeridas por salvedades y que las han solucionado o han fijado un plazo para ello.		
ACS	SOS ARANA	
AZUCARERA EBRO AGRÍCOLAS		
CATALANA DE OCCIDENTE		
FUNESPAÑA		
Sociedades requeridas por salvedades que no se van a resolver, en principio, a corto plazo.		
GRUPO FOSFORERA (suspendida)	CARTEMAR	
GLOBAL STEEL WIRE	INMOBILIARIA ALCÁZAR	
GRUPO PICKING PACK	JUMBERCA	
LA SEDA DE BARCELONA	MINERO SIDERÚRGICA DE PONFERRADA	
NUEVA MONTAÑA QUIJANO		
RADIOTRÓNICA (ahora AVANZIT)		
SNIACE		
URBAS		
Sociedades requeridas por no informar de sociedades participes en más del 10%.		
CVNE	ALCINVER	BYADA
URBAS	AYCO GRUPO INMOBILIARIO	
	CÍA. DE INVERSIONES CINSA	
	FINANZAS INMUEBLES CISNEROS	
	FORJAS DE BERRIZ	
	HISPANA HOLDING	
	HISPANA TRES	
	IBÉRICA DE MANTENIMIENTO INDUSTRIAL	
	INRECISA	
	IND. DEL ACETATO DE CELULOSA	
	INMOBILIARIA ALCÁZAR	
	NAVIERA MURUETA	
	OROZCO	
	TERREVA	
	UNIÓN DE VALORES	
	UNIÓN EUROPEA DE INVERSIONES	

Información sobre derechos de opción y sistemas retributivos de administradores y directivos en empresas cotizadas

La Ley 55/1999, de 29 de diciembre, de Medidas fiscales, administrativas y del orden social, extendió el régimen de comunicación y publicidad de participaciones significativas a la adquisición o enajenación de cualquier título de derechos de opción sobre acciones de la propia sociedad que realicen los administradores de la misma. El Real Decreto 1370/2000⁽²²⁾ y la Circular 4/2000⁽²³⁾ completaron la regulación sobre los sistemas retributivos referenciados al precio de las acciones para administradores y directivos de sociedades cotizadas en bolsa.

En aplicación de dicha normativa, los administradores tuvieron que comunicar, antes del 15 de octubre de 2000, los derechos de opción que poseyeran o controlasen como participación significativa. Esta obligación se extendió, incluyendo tanto a los administradores como a los directivos en la comunicación, como hecho relevante, de los sistemas retributivos que tuvieran otorgados a su favor (véase cuadro 6.5).

(22) Real Decreto 1370/2000, de 19 de julio, por el que se modifica el Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisiciones por éstas de acciones propias.

(23) Circular 4/2000, de 2 de agosto, por la que se establecen los modelos de las comunicaciones de derechos de opción y sistemas retributivos de administradores y directivos en sociedades cotizadas.

COMUNICACIONES DE DERECHOS DE OPCIÓN

Datos a 31/12/2000

Entidades	Índice/Mercado	Consejeros
ACS	lbex	3
ALTADIS	lbex	3
BBVA*	lbex	5
BSCH	lbex	9
CAF	Mdo. continuo	4
CORPORACIÓN ALBA	lbex	3
GRUPO PRISA	lbex	6
IBERDROLA	lbex	2
INDRA	lbex	14
JAZZTEL	Mdo. continuo	1
LOGISTA	Mdo. continuo	1
METROVACESA	Mdo. continuo	1
PICKING PACK	Mdo. continuo	2
REPSOL-YPF*	lbex	1
SOGECABLE	lbex	1
SUPERDIPLO	Mdo. continuo	1
TAVEX	Mdo. continuo	1
TELE PIZZA*	lbex	6
TELEFÓNICA	lbex	5
TPI	lbex	1
UNIÓN FENOSA	lbex	6
URALITA	Mdo. continuo	2
VALLEHERMOSO	lbex	3
TOTAL	23	81

* Un consejero de cada una de estas sociedades ha comunicado que posee derechos de opción adquiridos a un tercero distinto de la sociedad.

También la Ley 55/1999, de 29 de diciembre, de Medidas fiscales, administrativas y del orden social, introdujo una disposición adicional decimosexta a la LMV, en la que se recogía que las sociedades cotizadas que, a la entrada en vigor de esa Ley, tuviesen vigente algún sistema de retribución basado en la entrega de acciones o derechos de opción sobre acciones o cualquier otro sistema de retribución referenciado al valor de las acciones dirigido a sus administradores o directivos, deberían, con carácter previo a la ejecución o cancelación del sistema de retribución, registrar en la CNMV un suplemento del folleto que tuviesen en vigor, o un nuevo folleto específico, en el que se proporcionara información detallada e individualizada sobre las acciones y opciones o liquidaciones que correspondieran a administradores y directivos.

Las entidades que de, conformidad con lo establecido en dicha disposición adicional, han registrado durante el año 2000 un folleto específico o un suplemento del folleto que tuviesen en vigor, han sido: Amadeus, BBVA, Grupo Dragados, Metrovacesa, Telefónica, Tubacex, Unión Fenosa y Uralita.

Información sobre el grado de adopción y cumplimiento del Código de Buen Gobierno en las sociedades cotizadas

La adopción del Código de Buen Gobierno por parte de las sociedades cotizadas resulta recomendable por su contribución al incremento de la calidad de la gestión, a la transparencia informativa y, como consecuencia de ello, al valor de la sociedad. Sin embargo, su asunción tiene carácter voluntario.

Para facilitar que las sociedades cotizadas informen al mercado sobre sus reglas de gobierno y el grado de asunción de las recomendaciones del Código, la CNMV elaboró un modelo normalizado en el que se recoge la información de forma sistemática, homogénea y comprensible para los inversores, que se facilitó a las sociedades en soporte informático en marzo de 2000. Con la información recibida la CNMV publicó un informe en julio, cuyas principales conclusiones se comentan en el siguiente recuadro.

Durante el año 2000, fueron 86 sociedades cotizadas las que informaron sobre el grado de asunción del Código de Buen Gobierno en 1999, 27 de ellas pertenecientes al Ibex-35; las tres cuartas partes del total cumplieron el modelo facilitado por la CNMV y el resto lo hizo a través de su Informe Anual.

Principales conclusiones de la información recogida por la CNMV sobre la adopción del Código de Buen Gobierno

- El Código de Buen Gobierno va dirigido a todas las entidades que apelan a los mercados de valores para captar recursos, aunque resulta de especial importancia en aquellas sociedades cotizadas cuyo capital flotante es elevado.
- Los emisores declaran seguir el 81% de las recomendaciones, pero únicamente dos manifiestan seguir la totalidad de ellas. Un seguimiento completo del Código tan reducido puede inducir al replanteamiento de algunas recomendaciones y/o proponer modificaciones normativas que aseguren su cumplimiento.
- Las recomendaciones con menos seguimiento son las relativas a la transparencia en las remuneraciones, la edad límite para los consejeros, el procedimiento formal para la elección de consejeros y la creación de comisiones delegadas formadas por consejeros externos.
- La presencia de consejeros independientes está aumentando, aunque la relación entre independientes y dominicales es menor que la relación entre capital flotante y estable. Este aumento no es consecuencia de un cambio en la estructura del consejo, sustituyendo ejecutivos y dominicales por independientes, sino de un aumento del tamaño de los consejos, que en ocasiones exceden el límite recomendado.
- Debe aumentarse el número de consejeros independientes y asegurarse su independencia a través de procedimientos reglados de nombramiento y declaraciones formales de independencia por parte del candidato. Además, es necesario que se involucren más en las tareas de control y supervisión.
- Las entidades privatizadas y las sociedades que han salido a bolsa desde la publicación del Código muestran un nivel de cumplimiento de las recomendaciones superior a la media. Estas sociedades son conscientes de la importancia que tiene el seguimiento del Código de cara a una mejor valoración por parte de los inversores.

7

EL MERCADO DE CONTROL EMPRESARIAL: OPA

Las ofertas públicas de adquisición (OPA) se han convertido en un instrumento de uso frecuente en los procesos de reestructuración empresarial. Su número ha aumentado considerablemente en todo el mundo debido, entre otras razones, a la liberalización de importantes sectores económicos, al avance de la globalización y al crecimiento económico. España no ha sido una excepción. Durante el pasado año se produjo un aumento en el número y, sobre todo, en los importes potenciales de las OPA presentadas. Este aumento se refleja de forma parcial en el cuadro 7.1, que hace referencia a las OPA autorizadas durante el ejercicio.

Cuadro 7.1

OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE VALORES (OPA)

Importes en millones de euros

	1996	1997	1998	1999	2000
Tramitadas en el ejercicio ⁽¹⁾					
Número	20	14	18	13	16
Importe potencial ⁽²⁾	1.758	648	4.683	711	3.059
Realizadas ⁽³⁾					
Número	19	13	18	13	14
Importe	1.614	575	4.411	601	2.606

(1) Autorizadas en el ejercicio.

(2) No incluye el importe potencial 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 o desistimiento.

Aspectos de especial relevancia en la supervisión

La regulación española en materia de ofertas públicas de adquisición (OPA) establece un marco específico para canalizar ordenadamente las operaciones de toma de control o de adquisición de grandes paquetes de acciones de las sociedades cotizadas. Sus objetivos básicos son dos. Por una parte, se crea un régimen de transparencia que proporciona a los accionistas información imprescindible para adoptar una decisión razonada. Por otra parte, se garantiza un trato igualitario a todos los accionistas, al exigir que la prima de control se distribuya de forma no discriminatoria entre ellos. En algunos casos, por ejemplo cuando el accionista de control pretende la exclusión de la sociedad de los listados de cotización bursátil, la regulación también exige que a los accionistas minoritarios se les garantice que el precio al que pueden vender su participación sea un precio justo.

La CNMV examina cuidadosamente todas las propuestas de OPA, con el objeto de verificar su estricta concordancia con las condiciones exigidas por la regulación. En el año 2000 la actuación supervisora se concentró en dos asuntos:

- *El establecimiento de un precio justo en las OPA de exclusión.* En este apartado, los precios inicialmente propuestos en algunas operaciones fueron elevados por el oferente, tras la revisión de los estudios de valoración.
- *La efectiva igualdad de trato entre los distintos accionistas,* de manera especial en ofertas dirigidas simultáneamente a clases distintas de valores emiti-

dos por la sociedad objetivo y en aquéllas que contemplaban acuerdos de diverso tipo entre el oferente y algunos de los socios o administradores de la sociedad objetivo.

Principales características de las OPA tramitadas

La CNMV autorizó en el año 2000 un total de 16 OPA, cuyo importe potencial ascendió a 3.059 millones de euros. La finalidad de estas operaciones se resume del siguiente modo:

- Siete operaciones se formularon con la finalidad de adquirir acciones propias, en seis casos para la exclusión de negociación en bolsa y en uno para reducir el capital mediante la amortización de las acciones adquiridas.
- Seis se dirigieron a la adquisición de una participación superior al 50% del capital para obtener el control de la empresa objetivo.
- Dos operaciones se realizaron por el propio accionista de control: una con el fin de aumentar su participación hasta el 100% y la otra para dar cumplimiento a la normativa aplicable en adquisiciones indirectas o sobrevenidas de una participación significativa.
- La OPA restante se realizó con el fin de incrementar la participación del principal accionista hasta situarla entre el 25% y el 50%.

OPA competidoras

El pasado ejercicio se caracterizó por una mayor complejidad de las operaciones tramitadas respecto a años anteriores, sobre todo por el impacto de los procesos de reestructuración empresarial, que se desarrollan ahora en un entorno cada vez más competitivo. Esta presión determinó que los oferentes intentaran aprovechar al máximo las posibilidades de comportamiento estratégico en el marco de la regulación. En este aspecto, cabe destacar las OPA dirigidas a la adquisición de Hidroeléctrica del Cantábrico e Inmobiliaria Zabálburu.

En el primer caso, el grupo norteamericano Texas Utilities Instruments presentó una OPA sobre la totalidad de las acciones que se condicionaba al levantamiento, por la junta general de accionistas de la empresa objetivo, de algunas medidas que dificultaban la obtención del control efectivo. Dicha oferta fue retirada antes de que la CNMV llegara a pronunciarse sobre la misma, al presentar otra compañía eléctrica, Unión Fenosa, una oferta que contaba con el compromiso previo de varios accionistas para eliminar las medidas citadas y que, además, suponía una mejora de las condiciones económicas. La CNMV autorizó el lanzamiento de esta OPA pero, finalmente, el oferente desistió de ella, al oponerse el Gobierno a la operación, debido al efecto negativo sobre la competencia derivado de la concentración empresarial que se provocaba.

En el caso de Inmobiliaria Zabálburu se llegaron a presentar hasta tres solicitudes para la formulación de una oferta pública de adquisición. Durante el plazo de aceptación de la primera oferta, formulada por la inmobiliaria Bami, la empresa objetivo solicitó autorización para la formulación de una OPA de exclusión. Esta última solicitud fue retirada antes de que se produjera el pronunciamiento de la CNMV y simultáneamente a la presentación de una oferta competidora por la inmobiliaria Fadesa y varias entidades financieras conjuntamente. Finalmente, Bami mejoró las condiciones y acabó haciéndose con el control mayoritario de Inmobiliaria Zabálburu.

Otras características de relieve en las OPA presentadas durante el ejercicio

En las OPA presentadas durante el ejercicio cabe destacar las siguientes características:

- *Inclusión de una advertencia de la CNMV.* En la OPA formulada por Unipapel para reducir su capital mediante la amortización de acciones propias se incluyó una advertencia de la CNMV, con el fin de facilitar la comprensión y el análisis de la operación por parte de los accionistas.
- *Importancia por la cuantía económica.* La operación de mayor cuantía fue realizada por Koninklijke Ahold, NV sobre Superdiplo, S.A., en la que se canjearon acciones por un valor de mercado cercano a 1.300 millones de euros. No obstante, la oferta de Unión Fenosa sobre Hidroeléctrica del Cantábrico, de haberse realizado, podía haber alcanzado un importe superior a los 2.700 millones de euros.

Cuadro 7.2

OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE VALORES (OPA). DETALLE

Compañía	Autor de la oferta	Finalidad	%capital social sobre el que se dirige	Importe realizado efectivo (millones de euros)	Resultado en % s/valores a los que se dirige la OPA
Fasa Renault	Fasa Renault	Exclusión	7,78	79,8	95,77
Corporación Banesto	Corporación Banesto	Exclusión	1,40	5,3	87,82
Transfesa	Transfesa	Exclusión	11,45	7,8	51,73
Omsa Alimentación	Campofrío Alimentación	Toma de control	68,72	49,3	81,18
Mapfre Vida	Mapfre-Caja Madrid Seguros	Aumento de participación	28,36	271,0	91,62
Hidroeléctrica del Cantábrico	Unión Eléctrica Fenosa	Toma de control	100,00 (mín.=80)	OPA desistida	OPA desistida
Inmobiliaria Zabálburu	Bami Inmobiliaria de Construcciones y Terrenos	Toma de control	100,00 (mín.=39,99)	291,8	94,98
Befesa Medioambiente	Asa Environment & Energy Holding AG	Toma de control	92,56 (mín.=50,01)	282,8	89,23
Inmobiliaria Zabálburu "Competidora"	Fadesa Inmobiliaria y otras entidades	Toma de control	61,70 (mínimo=10)	Rdo. Negativo	Rdo. Negativo
Filo	Deutsche Bank AG	Aumento de participación	35,97 (máximo)	37,9	61,42
Centros Comerciales Continente	Carrefour Nederlanden BV	Aumento de participación por sobrevenida	10,00 (máximo)	201,6	99,99 (con prorrateo)
Ferrovial Agroman	Ferrovial Agroman	Exclusión	0,67	10,2	80,41
Vidriera Leonesa	Vidriera Leonesa	Exclusión	17,37	8,3	95,14
Banco Herrero	Banco Herrero	Exclusión	1,10	6,3	69,35
Unipapel	Unipapel	Reducción de capital	50,00 (máximo) (mín.=40)	60,5	100,00 (con prorrateo)
Superdiplo	Koninklijke Ahold NV	Toma de control	100,00 (mín.=69,16)	1.293,7 ^(*)	97,64

(*) El efectivo se ha calculado asignando a la acción de Superdiplo un precio de 25,98 euros, resultante de la ecuación de canje: 37 acciones de Koninklijke Ahold por cada 50 acciones de Superdiplo, según el precio medio de la acción de Koninklijke Ahold tal y como se define en el folleto de la OPA, que fue de 35,12 euros.

- *OPA formuladas por grupos extranjeros.* Se presentaron tres operaciones, con una propuesta de adquisición de valores por un importe total próximo a los 1.600 millones de euros y una contratación efectiva equivalente a 1.500 millones de euros.
- *Operaciones cuya contraprestación consiste en una permuta o canje de valores a emitir por la sociedad oferente.* La OPA, no realizada, de Unión Fenosa sobre Hidroeléctrica del Cantábrico ofrecía pago en efectivo pero admitía también la posibilidad de que los aceptantes optaran por una permuta o intercambio parcial de hasta un tercio de su aceptación, mediante canje de acciones de nueva emisión de la sociedad oferente. Además, la OPA de Koninklijke Ahold NV sobre Superdiplo, S.A. contó con una contraprestación diferenciada de las otras ofertas de intercambio de valores realizadas hasta la fecha, ya que se preveía un ajuste automático de la ecuación de canje establecida inicialmente en base al precio de mercado de las acciones de la sociedad oferente, cotizadas en Euronext Amsterdam.
- *OPA de exclusión bursátil.* Implicaban directamente la exclusión de negociación en bolsa de las sociedades afectadas las siguientes: Fasa Renault, Corporación Banesto, Transfesa, Ferrovial Agroman, Vilesa y Banco Herrero.

Autorización por la Administración de los procesos de concentración empresarial: efectos sobre las OPA

La regulación en materia de OPA establece que la autorización de las OPA por la CNMV está condicionada, en su caso, a la autorización de la operación por parte de las autoridades de la competencia⁽²⁴⁾. En el año 2000, con objeto de intensificar la competencia entre las empresas, se aprobó el Real Decreto Ley 6/2000⁽²⁵⁾, donde se establece, como regla general, la suspensión de la ejecución de determinadas operaciones de concentración hasta que la misma no sea autorizada por la Administración. Así pues, una vez aprobada una OPA por la CNMV, no tendrá lugar la publicación de los correspondientes anuncios ni comenzará su plazo de aceptación hasta que no se obtenga la autorización de la Administración. Como excepción a la regla general, se prevé la posibilidad de que dicha suspensión se levante por el Ministro de Economía, a propuesta del Servicio de Defensa de la Competencia y a petición de la compañía notificante del proceso de concentración.

(24) Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

(25) Real Decreto-Ley 6/2000, de medidas urgentes de intensificación de la competencia en mercados de bienes y servicios.

8

EL SEGUIMIENTO DE LOS MERCADOS SECUNDARIOS

En 2000 los mercados bursátiles registraron pérdidas generalizadas a nivel mundial. Este cambio de escenario respecto a años anteriores reflejaba el temor a una brusca desaceleración de la economía norteamericana, así como al empeoramiento de las expectativas de beneficios de las empresas relacionadas con las nuevas tecnologías. El exponente más representativo fue la severa corrección que registró el mercado Nasdaq. El fuerte incremento del precio del petróleo y la persistencia de la situación recesiva de la economía japonesa llevaron a que esta negativa evolución de las cotizaciones afectase tanto a los mercados de los países desarrollados como a los de las economías emergentes.

Las bolsas españolas no fueron una excepción a este comportamiento y sus principales índices experimentaron también un fuerte retroceso, si bien los volúmenes de contratación registraron aumentos muy abultados.

Por otra parte, en el mercado español se llevaron a cabo importantes iniciativas que responden al objetivo de mejorar su funcionamiento e incrementar su competitividad. Entre ellas cabe destacar los cambios introducidos en el SIBE y la creación de Iberclear como futura entidad encargada de registrar, compensar y liquidar todos los valores de renta fija anotados tanto en el SCLV como en la Central de Anotaciones del Banco de España.

Seguimiento de la actividad de los mercados

Las bolsas españolas, experimentaron una severa corrección en 2000, tras cinco ejercicios con avances sustanciales de sus cotizaciones. El cambio de tendencia tuvo lugar en marzo; hasta esa fecha la bolsa continuó la fuerte tendencia alcista iniciada en el último trimestre de 1999 y los índices alcanzaron máximos históricos. A partir de entonces se entró en una dinámica intensamente bajista hasta finales de año. El cambio de tendencia fue acompañado por una intensa volatilidad, que ha constituido una de las principales características de la evolución.

La contratación creció un 71% respecto al año anterior, acentuándose el peso en los volúmenes de los valores más importantes. También tuvo un destacado efecto en la contratación la actividad del Nuevo Mercado, pues el volumen negociado, desde su inicio en abril, supuso aproximadamente un 10% del total negociado en el mercado continuo (véase recuadro).

En la renta fija se registró una elevación generalizada de la rentabilidad en todos los plazos. La negociación en AIAF se incrementó moderadamente (15,7%) respecto al año anterior, favorecida por el incremento de contratación en el segmento de *pagarés de empresa* y las operaciones simultáneas relacionadas con las subastas del Eurosistema. Pero resultó más destacable el aumento del número de operaciones, que casi triplicó al registrado el año anterior. La contratación de participaciones preferentes supuso más de la tercera parte del total.

En los productos derivados, el mercado MEFF continuó la tendencia iniciada el ejercicio anterior. MEFF Renta Fija siguió reduciendo su volumen de contratación mientras que en MEFF Renta Variable la negociación total se incrementó nuevamente, gracias a las opciones sobre acciones y sobre índices europeos. Dentro de la estrategia de buscar nuevas líneas de negocio, MEFF estableció el año pasado interconexiones con el mercado de derivados germano-suizo Eurex, que se añaden a las ya existentes con los mercados franceses MONEP y MATIF. Por el momento, la participación de MEFF en estos mercados siguió siendo poco significativa. Además,

al comienzo de 2001 se produjo el lanzamiento de futuros sobre acciones. En concreto, el 11 de enero empezaron a negociarse contratos sobre cinco de los valores más líquidos (Telefónica, Endesa, Repsol, BSCH y BBVA).

Exclusiones de la cotización bursátil

En el año 2000 se excluyeron de bolsa 46 sociedades (34 en 1999). La causa más frecuente fue la solicitud por parte de la propia entidad emisora. La tramitación de las exclusiones fue llevada a cabo mediante procedimientos diversos: ocho se realizaron por el Gobierno Vasco, cinco por la Generalidad de Cataluña, seis mediante OPA de exclusión, dos mediante procedimiento intermedio y dos por la CNMV. Los procesos de concentración dieron lugar a la exclusión técnica de siete sociedades por motivos de fusión. Además, dos sociedades fueron excluidas por darse de baja en el registro de SIM y otras cinco dejaron de cotizar en alguna de las bolsas en que estaban admitidas, aunque continuaron en al menos otra.

Suspensiones temporales de la cotización en bolsa

En el año 2000 se registraron 68 suspensiones temporales de cotización, que afectaron a 44 emisores. La causa más habitual de suspensiones fue la difusión de hechos relevantes, relacionados con el posible lanzamiento de OPA y con noticias relativas a fusiones de compañías. La presentación de OPA en la CNMV motivó también un número importante de suspensiones temporales de cotización.

Cuadro 8.1

SUSPENSIONES TEMPORALES DE COTIZACIÓN EN BOLSA

	1999	2000
Número de emisores suspendidos	45	44
Número de suspensiones	67	68
Por presentación de OPA	14	14
Por difusión de información relevante	36	41
Por causas técnicas	7	0
Por finalización plazo aceptación OPA	8	6
Otras	2	7

Novedades en el funcionamiento de los mercados

Como novedades en el mercado bursátil se pueden destacar la puesta en marcha del Nuevo Mercado (véase recuadro) y la introducción de una serie de modificaciones en el funcionamiento del Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE) para su adaptación a las necesidades del mercado y su armonización con el resto de las bolsas europeas. Este es un proceso que se está llevando a cabo de forma progresiva. La primera fase, que comenzó el 1 de junio de 2000, contenía como principales novedades:

- (i) La introducción de un nuevo tipo de órdenes, denominadas “de mercado”. Éstas se caracterizan por no tener límite de precio, por lo que se ejecutan al precio de subasta o a los mejores precios en el momento de la introducción si ésta se produce durante la sesión abierta. Junto a estas órdenes de mercado, en el SIBE se admiten órdenes limitadas y por lo mejor.
- (ii) La ampliación del plazo de permanencia de las órdenes en el sistema, hasta 90 días naturales desde el momento de su introducción frente al anterior mantenimiento hasta fin de mes.

- (iii) La modificación de la subasta de apertura, y la fijación de un precio de cierre mediante el sistema también de subasta. La mecánica de la subasta de apertura prácticamente no varía, aunque tras esta reforma el sistema sólo muestra en cada momento el precio al que se negociarían las órdenes si en ese momento se iniciara la contratación, así como el importe total que se intermediaría, terminando la subasta con un final aleatorio de 30 segundos. Por lo que se refiere al cierre de la sesión, la novedad principal es su fijación también mediante una subasta de cinco minutos, con las mismas características de la subasta de apertura, incluyendo el cierre aleatorio de 30 segundos.
- (iv) A lo largo de la sesión y en situaciones de alta volatilidad, también se contempla la posibilidad de introducir períodos de subasta para valores individuales, siempre y cuando se alcance una variación máxima permitida y el valor se mantenga en ese nivel durante un determinado período de tiempo.

La Sociedad de Bolsas reguló en abril su régimen de actuación en el Nuevo Mercado. En esta normativa se especificaron diferentes aspectos como:

- (i) Requisitos de acceso: registrar los compromisos adquiridos con las entidades emisoras de cara a fomentar la liquidez de sus valores.
- (ii) Tipología de las órdenes: limitadas y de validez máxima de un día.
- (iii) Criterios de presencia en el mercado: el importe efectivo mínimo de las posiciones de compra y venta, y la horquilla máxima de las mismas, tanto en los períodos de subasta como en sesión abierta.
- (iv) Situaciones para la exoneración temporal de las obligaciones contraídas: alta volatilidad o acumulación de un determinado comprador o vendedor en la sesión.

Otro tipo de actuaciones estuvo dirigida a incorporar y regular la figura de los especialistas ó miembros que se obligan a fomentar la liquidez de los valores en el Nuevo Mercado y en el Latibex. En el Latibex la actuación de la figura de especialista comenzó en enero de 2001. Con ello se pretende, además de asegurar la existencia de precios de compra y venta, mejorar el arbitraje con los mercados de origen y evitar que se incremente la volatilidad de las cotizaciones por el desajuste en la formación de precios respecto a la tendencia general del mercado.

En AIAF se llevaron a cabo dos iniciativas importantes durante el año 2000. Por un lado, la adquisición de un porcentaje mayoritario del capital de la sociedad Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros, A.V., S.A. (SENAF)⁽²⁶⁾, que sienta las bases para una integración de los mercados de renta fija privada y pública. Además, AIAF puso en marcha una plataforma en Internet que facilita la información a los miembros del mercado y a los emisores, en la que está prevista la implantación a corto plazo de un sistema de negociación.

(26) SENAF es una agencia de valores constituida en 1999 por los cuatro MEDAS o brokers ciegos a los que el Banco de España, como organismo rector del mercado de deuda pública, había autorizado para actuar como compañías independientes en la gestión de los sistemas de negociación electrónica con precios en firme y sin conocimiento de la contrapartida.

Nuevo Mercado

El 10 de abril de 2000 inició su funcionamiento el segmento especial de contratación denominado Nuevo Mercado, que acoge la negociación de valores emitidos por “empresas de sectores innovadores de alta tecnología u otros sectores que ofrezcan grandes posibilidades de crecimiento futuro, aunque con mayores niveles de riesgo que los sectores tradicionales”.

Inicialmente integraban el Nuevo Mercado diez valores: Abengoa, Amper, Amadeus, Befesa, Tecnocom, Indra, Avanzit (antigua Radiotrónica), TPI, Terra Lycos y Zeltia. Con posterioridad entraron a formar parte de este segmento dos nuevos valores: Grupo Picking Pack (30 de octubre de 2000) y Jazztel (18 de diciembre de 2000).

Desde su entrada en funcionamiento hasta el final del año, el índice IBEX-Nuevo Mercado retrocedió un 66%, en línea con el resto de los mercados europeos similares. Destacaron las pérdidas sufridas por Terra Lycos (85,2%), Tecnocom (72,1%) y TPI (62%). Solamente un valor tuvo aumento en su precios: Befesa, que avanzó un modesto 3,9%.

En el primer año de funcionamiento del Nuevo Mercado el efectivo negociado (35.461 millones de euros) representó el 10,2% de la contratación total del mercado continuo. En términos de capitalización, este segmento supone el 5% del total del mercado continuo.

Latibex

El Mercado de Valores latinoamericano (Latibex) comenzó su andadura el 1 de diciembre de 1999, con un total de cinco compañías. A lo largo del año 2000, se incorporaron al mercado otros siete nuevos valores. Para 2001 está previsto que comiencen a negociarse otras nueve compañías con lo que se estima que la capitalización del mercado supere ampliamente los 100 millardos de euros (6 millardos de euros en su inicio).

De su evolución anual en 2000, hay que señalar que el índice del mercado cayó un 26,5%, en línea con el comportamiento del Ibex-35. Únicamente cabe reseñar la suspensión de la contratación de un valor durante unas horas en una sesión, con el fin de difundir información relevante sobre el mismo.

En cuanto a los volúmenes de negocio, la actividad de los valores admitidos en el Latibex resulta claramente inferior no sólo a la registrada en el mercado de origen sino también a la existente en el mercado de Nueva York.

N.º acciones negociables, en miles

Valor	Bolsas en las que cotiza	Latibex	M. Origen	Nueva York
Aracruz	Sao Paulo y Nueva York	384,6	212.998,0	52.340
BBVA Francés	Buenos Aires y Nueva York	922,0	33.452,6	54.813
Banco Río de la Plata	Buenos Aires y Nueva York	615,3	25.795,2	46.826
Santander Bancorp	Nueva York	604,1		3.710
BBVA Bancomer	México	4.406,8	705.976,4	
Vale do Rio Doce	Sao Paulo	90,9	86.008,4	
Telmex	México, Nueva York, Toronto y Francfort	2.711,6	3.573.014,0	9.211.000
Globo Cabo	Sao Paulo y Nasdaq	591,2	1.354.000,0	428.330
Electrobas	Sao Paulo	7.960,0	28.089.300,0	
Suzano	Sao Paulo y Lima	67,2	2.335,0	
Volcán	Lima	715,8	9.916,1	

Fuente: Mercado Latibex, página web.

Nota: No se ha incluido la negociación de las acciones preferentes de Electrobas.

El Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV)

El año 2000 se caracterizó por un fuerte incremento en el volumen liquidado, como consecuencia del aumento en los niveles de contratación en los mercados bursátiles. El mayor peso de la inversión no residente acentuó el proceso de concentración de la liquidación en las entidades adheridas especializadas en este tipo de inversión. Hay que señalar que algunas de éstas, conforme a lo dispuesto en la nueva redacción de la LMV, adquirieron la condición de miembro de bolsa. Esta posibilidad permite reforzar su posición en el mercado, al ofrecer a sus clientes un servicio global de contratación y liquidación.

A nivel operativo es reseñable la reducción en dos etapas del plazo de recompra, que quedó situado en cinco días hábiles desde la fecha de contratación frente a los siete días hábiles anteriores. Con ello se pretende incrementar la eficiencia y competitividad del sistema, al permitir una disminución de los depósitos de garantías de las entidades adheridas. La mayor exigencia y disciplina que conlleva esta medida no afectó al funcionamiento del SCLV, pues no se produjeron incidentes significativos.

Al margen de las iniciativas tomadas dentro del proceso de reordenación de los sistemas de compensación y liquidación españoles (véase capítulo 3), en 2000 se desarrolló el procedimiento de solicitud de bloqueo y desbloqueo de valores anotados en cuenta de terceros de una entidad adherida, con motivo de la constitución o cancelación de garantías prendarias frente a MEFF, y la modificación del método de cálculo de la fianza en garantía de las entidades adheridas, como consecuencia de la implantación del Nuevo Mercado.

Los mercados de valores españoles disfrutaron de una regulación de elevada calidad en materia de transparencia, normas de conducta y requisitos prudenciales. Se trata, además, de una regulación efectiva, que se cumple de modo habitual.

El esfuerzo de la supervisión ha sido, sin duda, decisivo para potenciar la integridad de los mercados españoles. La CNMV ha desarrollado un sistema de supervisión eficaz que se basa, fundamentalmente, en la prevención. La inmensa mayoría de sus actuaciones están encaminadas a evitar situaciones o conductas contrarias a la normativa, dificultando su ocurrencia. Pero la CNMV también ha ejercido su capacidad sancionadora cuando ha detectado conductas no ajustadas a las normas. La instrucción de los expedientes sancionadores se realiza con pleno respeto de la presunción de inocencia y de los derechos de defensa de los afectados.

La combinación de medidas preventivas y actividad disciplinaria resulta esencial para garantizar la integridad del mercado. Un área donde esta combinación es indispensable es la prevención y persecución de las infracciones en materia de información privilegiada. Como se comenta en un recuadro en este capítulo, la CNMV ha trabajado en el desarrollo, con un mayor detalle y precisión, de los principios contemplados por la Ley del Mercado de Valores en esta cuestión. Las medidas propuestas exigen una mayor salvaguarda de los emisores y las entidades financieras respecto a la información no pública que sus actividades generen, de forma que se obstaculice la comisión de actos ilícitos en esta materia por parte de sus empleados y administradores.

Como es habitual, la persecución de los intermediarios que realizan actividades no autorizadas tuvo un destacado protagonismo en la actuación disciplinaria de la CNMV durante el año 2000. Junto a estas actuaciones, cabe destacar también las investigaciones relacionadas con la adquisición de participaciones significativas en sociedades cotizadas. Las operaciones de control y, en general, los procesos de reestructuración empresarial han aumentado de modo notable y se desarrollan con una complejidad creciente, por la existencia, en muchos casos, de procesos concurrentes. Es esencial que estas operaciones se produzcan siempre con el máximo respeto a las normas de transparencia y a los derechos de los accionistas.

La Unidad de Vigilancia de los Mercados

La actividad de la Unidad de Vigilancia de los Mercados (UVM) se centra, fundamentalmente, en la prevención y detección de prácticas de uso indebido de información privilegiada y manipulación de precios. La finalidad preventiva es primordial, pues las investigaciones de la UVM permiten detectar deficiencias organizativas por parte de emisores o entidades financieras, que podrían facilitar el desarrollo de conductas ilícitas en determinadas circunstancias. Muchas de estas investigaciones concluyen con la remisión a las entidades afectadas de comunicaciones en las que se solicita la adopción de medidas para corregir las deficiencias detectadas. En otras ocasiones, la detección de indicios sólidos sobre conductas contrarias a las normas determina que se proponga la apertura de expedientes sancionadores.

El aumento de la actividad en nuestros mercados y la mayor complejidad de las operaciones realizadas en éstos determinó que el número de investigaciones acometidas por la UVM durante el pasado año se incrementara significativamente respecto a 1999 (ver cuadro 9.1). Un rasgo destacado de la actuación de la Unidad fue el impulso de las visitas de inspección a los emisores y entidades financieras afectadas por las

9

INTEGRIDAD DEL MERCADO

investigaciones. Las visitas han facilitado la identificación de problemas organizativos de las entidades y han permitido proponer a éstas soluciones más ajustadas y eficaces. Gracias al aumento del número de visitas se ha reducido el número de requerimientos de información.

Cuadro 9.1

ACTUACIONES DE LA UNIDAD DE VIGILANCIA DE LOS MERCADOS

Número	1999	2000
Investigaciones realizadas	40	56
Información privilegiada	20	29
Manipulación cotizaciones	8	15
Otros	9	9
Interés del cliente	3	3
Requerimientos	706	550
Peticiones colaboración a organismos extranjeros	5	4
Visitas realizadas	21	30
Tomas de declaración	39	27
Comunicaciones/propuestas de apertura de expediente	28	17
Comunicaciones	21	13
Comunicación previa de incumplimientos	5	1
Apertura de expediente	2	3
Colaboración con organismos extranjeros	3	5

Resultado de las investigaciones de la UVM

Las investigaciones desarrolladas durante el pasado año dieron lugar a la remisión de 13 comunicaciones a entidades en las que se habían detectado deficiencias de organización. El contenido de estas comunicaciones se resume del modo siguiente:

- Miembros de los mercados de valores. Se realizó una comunicación a una entidad en la que se recomendaba que la operativa en los mercados de derivados por cuenta propia y por cuenta de clientes debía ser realizada en todos los casos por operadores distintos, para evitar conflictos de interés entre la propia entidad y los clientes.
- Entidades emisoras. Se enviaron comunicaciones a doce sociedades emisoras de valores con diversas recomendaciones, que pueden agruparse en dos grandes apartados: (i) incorporar a los reglamentos internos de conducta (RIC) reglas relativas a la operativa sobre las acciones propias, para asegurar un efecto neutral en la formación de su precio, y (ii) establecer en los RIC un régimen interno de tratamiento de la información privilegiada y una política de comunicación de la información relevante, en este caso para evitar flujos indeseables de la misma con carácter previo a su comunicación al mercado.

Se propuso, asimismo, la apertura de tres expedientes sancionadores, como consecuencia de la detección de conductas tipificadas como infracciones: dos de ellas por incumplimiento de las normas de comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y la tercera por una inadecuada llevanza de los registros de órdenes de clientes.

Colaboración con organismos extranjeros

Una parte significativa de la negociación de valores cotizados en los mercados españoles se efectúa por entidades financieras extranjeras que actúan en nombre y por cuenta de sus clientes, aunque las operaciones aparecen registradas a nombre de aquéllas. Cuando se presenta este caso en sus investigaciones, la UVM requiere a menudo la colaboración de organismos reguladores extranjeros

para conocer la identidad del titular final de las operaciones. En el año 2000 se cursaron solicitudes de colaboración por este motivo a la Swiss Federal Banking Commission (Suiza), a la Financial Services Authority (Reino Unido), a la Commission des Opérations de Bourse (Francia) y a la Securities Board of the Netherlands (Holanda).

Recíprocamente, la UVM prestó su colaboración a los organismos de supervisión de los mercados de valores de Francia, Holanda, Brasil y Chile. La mayor parte de las actuaciones tuvieron como objetivo conocer determinados elementos relevantes de operaciones corporativas. En un caso, la colaboración consistió en la realización de una toma de declaración de un participante en foros de Internet, cuyas intervenciones ponían de manifiesto que podía disponer de información privilegiada.

La actuación de la Inspección

La actividad disciplinaria desarrollada por la CNMV durante el año 2000 quedó reflejada en la apertura de 18 nuevos expedientes y en la conclusión de 29, en su mayor parte iniciados en 1999. El número de sanciones impuestas fue de 52, todas ellas de carácter económico, por un importe total de 16 millones de euros (unos 2.700 millones de pesetas) (ver cuadros 9.2, 9.3 y 9.4).

Cuadro 9.2
NÚMERO DE INFRACCIONES

	1999	2000
Infracciones objeto de apertura de expediente	28	18
– Muy graves	17	12
– Graves	10	6
– Leves	1	–
Infracciones en expedientes concluidos	31	29
Infracciones muy graves	20	16
• Expedientes abiertos en 1998	16	–
• Expedientes abiertos en 1999	4	12
• Expedientes abiertos en 2000	–	4
Infracciones graves	11	12
• Expedientes abiertos en 1998	9	–
• Expedientes abiertos en 1999	2	8
• Expedientes abiertos en 2000	–	4
Infracciones leves	–	1
• Expedientes abiertos en 1998	–	1

Una parte notable de los expedientes abiertos durante el ejercicio tuvo su origen, como en años anteriores, en las actividades ilícitas de entidades no registradas. En estos casos se adoptaron las medidas cautelares previstas por la normativa, que fueron difundidas a través de la página web de la CNMV y otros medios de comunicación. La persecución de estas actividades es siempre una prioridad de la CNMV. El pasado año, para hacer más eficaz esta labor en el nuevo contexto de Internet, se desarrollaron nuevas herramientas informáticas que facilitan la investigación en la red.

Asimismo, en relación con los entidades no registradas, hay que señalar que cada vez se detectan e investigan más entidades que, estando radicadas en España, orientan su actividad hacia la captación de inversores no residentes, a los que ofrecen sobre todo la realización de operaciones en mercados extranjeros. La cooperación internacional entre supervisores resulta de gran utilidad para prevenir el perjuicio que estas actividades pueden causar a los inversores. El pasado año, gracias a la colaboración con la Financial Services Authority (FSA) británica, la CNMV abrió el primer expediente contra una entidad de estas características⁽²⁷⁾.

(27) Thibault International Financial Advisory Corporations, S.A.

Cuadro 9.3
TIPOS DE INFRACCIONES EN EXPEDIENTES

	Abiertos		Cerrados	
	1999	2000	1999	2000
Infracciones muy graves:	17	12	20	16
I. No declaración de participaciones significativas	2	2	1	3
II. Realización de actividades no permitidas	9	8	7	8
III. Simulación de transferencias	-	-	1	-
IV. Información privilegiada	-	-	5	-
V. Incumplimiento de coeficientes	-	-	1	-
VI. Ocultación de hechos relevantes	1	-	-	1
VII. Incumplimiento Ley Soc. Anónimas	1	-	-	1
VIII. Incumplimiento normativa general del mercado de valores	1	-	1	1
IX. Irregularidades contables	1	-	1	1
X. Obstrucción a la actuación inspectora	1	-	1	1
XI. Emisiones no registradas	1	-	1	-
XII. Incumplimiento requisitos de autorización	-	-	1	-
XIII. Elusión de Opa	-	2	-	-
Infracciones graves	10	6	11	12
I. Murallas chinas	-	-	2	-
II. Irregularidades contables	-	1	-	1
III. Violación principio prioridad intereses del cliente	1	-	-	1
IV. Incumplimiento normativa órdenes y registro de operaciones	1	1	-	2
V. Realización de actividades no permitidas	1	1	1	1
VI. Incumplimiento de coeficientes	1	-	1	1
VII. Incumplimiento normativa general del mercado de valores	2	2	4	3
VIII. Manipulación de precios	-	-	1	-
IX. Incumplimiento normas de conducta	4	1	2	3
Infracciones leves	1	-	-	1
I. Incumplimiento normas de conducta	1	-	-	1

Cuadro 9.4
SANCCIONES IMPUESTAS

	1999			2000		
	Número	Importe ⁽¹⁾	Período	Número	Importe ⁽¹⁾	Período
Multas	42	129.250,7	-	52	16.351,7	-
Inhabilitación de administradores	8	-	66 años ⁽²⁾	-	-	-
Amonestaciones	2	-	-	-	-	-
Revocaciones de autorización	1	-	-	-	-	-
Total	53	129.250,7	-	52	16.351,7	-

(1) En miles de euros.

(2) En total.

Criterios de interés en la resolución de expedientes sancionadores

Violación del principio de prioridad del interés del cliente

La protección del inversor y el mantenimiento de la confianza en los mercados exigen que las relaciones entre los intermediarios y sus clientes se desarrollen con corrección, honestidad y transparencia. De ahí que las normas de conducta contempladas en la Ley del Mercado de Valores establezcan un marco mínimo de obligaciones en esta materia para las empresas de servicios de inversión y, en general, para todas las entidades y personas que presenten servicios financieros en los mercados de valores.

Entre estas obligaciones destacan las de mantener siempre adecuadamente informados a los clientes, comportarse con diligencia respecto a sus intereses, evitar los conflictos de interés, dar prioridad a los intereses de los clientes y no privilegiar a unos clientes frente a otros. Estas obligaciones, definidas como principios generales de actuación, se concretan en deberes más específicos, relativos, por ejemplo, al contenido de los contratos y de las órdenes sobre valores, al régimen de publicidad y aplicación de las tarifas, a la información a suministrar al cliente sobre sus operaciones, al respeto de las instrucciones del cliente y al establecimiento de reglas generales de prorrateo o distribución de las órdenes ejecutadas cuando éstas afecten a varios clientes.

El cumplimiento estricto de las normas de conducta cobra una especial relevancia en la actividad de gestión de carteras, por la confianza que los clientes depositan en los gestores. El pasado año, la violación del principio de prioridad del interés del cliente motivó que la CNMV sancionase a una entidad de crédito y a una sociedad de valores por infracciones en la gestión de carteras de sus clientes⁽²⁸⁾. En el primer caso, la entidad de crédito, ante una situación de pérdidas cuantiosas en la cartera del cliente, no le informó adecuadamente de las mismas ni recabó de él nuevas instrucciones al respecto. En el segundo caso, se constató la existencia de un trato discriminatorio entre clientes en la distribución y adjudicación de valores adquiridos y enajenados mediante órdenes globales.

Incumplimiento de las normas que regulan el registro de operaciones

La correcta llevanza del archivo de justificantes de órdenes y del registro obligatorio de operaciones por parte de las ESI resulta esencial para una adecuada y eficaz realización de las actividades de estas entidades. El archivo de justificantes de órdenes debe reflejar al detalle las órdenes del cliente, mientras que los registros de operaciones deben señalar de forma precisa las condiciones de ejecución efectiva de dichas órdenes y de las operaciones por cuenta propia. De este modo, estos archivos y registros pueden utilizarse eficazmente para supervisar la calidad de la ejecución de las instrucciones de los clientes y, también, con fines de supervisión prudencial.

Durante el año 2000, la CNMV sancionó a dos empresas de servicios de inversión por incumplimientos en esta materia⁽²⁹⁾. A una de ellas se le sancionó por la falta de registro de la hora de recepción de las órdenes sobre determinadas operaciones que, al menos en apariencia, resultaban lesivas para algunos clientes. Esta circunstancia impidió tanto la verificación de la regularidad de dichas operaciones como la confirmación documental de la versión que ofreció el gestor de los clientes afectados. La sanción a la segunda entidad se debió a no haber identificado en el registro, diferenciada y correctamente, las operaciones de clientes ejecutadas en virtud de un mandato genérico y las ordenadas para su cuenta propia; ello impedía saber si la entidad había adoptado una conducta apropiada en relación con los conflictos de interés.

(28) Resoluciones del Consejo de la CNMV de 9 de febrero y 27 de junio del año 2000, respectivamente.

(29) Resoluciones del Consejo de la CNMV de 30 de mayo y 27 de junio del año 2000, respectivamente.

Incumplimiento de las normas de comunicación de participaciones significativas por consejeros de una sociedad emisora

Los miembros de los consejos de administración de las sociedades cotizadas están obligados a informar acerca de sus participaciones en el capital de la sociedad. Es una obligación esencial para la transparencia y la integridad del mercado. La participación de miembros del consejo en el capital de la sociedad y su cuantía son informaciones relevantes para los inversores, puesto que pueden ayudarles a formarse un juicio sobre la orientación de la política del consejo y la confianza o compromiso de los administradores respecto a la sociedad.

Esta obligación legal de publicidad tiene un importancia especial sobre la transparencia del mercado durante períodos en los que la sociedad está preparando algún tipo de operación significativa, o cuando desarrolla conversaciones o negociaciones de carácter confidencial con terceros, potencialmente relevantes para su futuro. En estos casos, el incumplimiento de la obligación de comunicar al mercado las operaciones de los consejeros con acciones de la sociedad, u otros instrumentos referenciados a éstas, generaría sospechas sobre la honestidad de aquellos, aún cuando no se dedujese legalmente el uso de información privilegiada.

En relación con esta materia, la CNMV propuso la imposición de sanciones a tres miembros del Consejo de Administración de sociedades cotizadas por la falta de comunicación a la CNMV de las operaciones realizadas sobre acciones de dichas sociedades.

Cuadro 9.5

RESOLUCIÓN DE EXPEDIENTES SANCIONADORES EN 2000

Referencia	Resoluciones
(1/00)	<u>Orden Ministerial de 3 de enero de 2000</u> Resuelve acerca de la presunta realización habitual por una sociedad de actividades reservadas a las empresas de servicios de inversión, sin haber obtenido la preceptiva autorización y hallarse inscrita en el correspondiente registro administrativo (art. 99 q) LMV). Se imponen multas a la sociedad y a su administrador único por importe de 84 y 50 millones de pesetas, respectivamente.
(2/00)	<u>Resolución del Consejo de la CNMV de 9 de febrero de 2000</u> Resuelve acerca de la presunta comisión por una entidad financiera de tres infracciones graves relativas a la violación de las normas que regulan las relaciones con la clientela (principio de prioridad de interés del cliente -art. 100 n) LMV-, incumplimiento de normas en materia de información -art. 100 m) LMV-, y denegación injustificada de órdenes -art. 100 i) LMV-, así como de una infracción leve del art. 101 LMV por gestionar carteras sin la existencia de un contrato tipo. Se imponen multas por importe global de 16 millones de pesetas.
(3/00)	<u>Resolución del Consejo de la CNMV de 23 de febrero de 2000</u> Resuelve suspender el expediente administrativo sancionador incoado en relación con el incumplimiento por una sociedad de las obligaciones establecidas por la Ley de Sociedades Anónimas en materia de adquisición de acciones propias, hasta que recaiga pronunciamiento firme de la autoridad judicial penal, por existir coincidencia en los hechos objeto de ambos procedimientos.
(4/00)	<u>Orden Ministerial de 8 de marzo de 2000</u> Resuelve acerca de la presunta realización habitual por una sociedad de actividades reservadas a las empresas de servicios de inversión, sin haber obtenido la preceptiva autorización ni hallarse inscrita en el correspondiente registro administrativo -(art. 99 q) LMV)-. Se impone a la sociedad una multa de 240 millones de pesetas, y de 25 millones a cada uno de sus dos administradores.
(5/00)	<u>Orden Ministerial de 8 de marzo de 2000</u> Resuelve acerca de la presunta realización habitual por una sociedad de actividades reservadas a las empresas de servicios de inversión, sin haber obtenido la preceptiva autorización y hallarse inscrita en el correspondiente registro administrativo -(art. 99 q) LMV)-. Se imponen multas a la sociedad y a su administrador único por importe de 380 y 50 millones de pesetas, respectivamente.
(6/00)	<u>Orden Ministerial de 8 de marzo de 2000</u> Resuelve acerca de la presunta realización habitual por una sociedad de actividades reservadas a las empresas de servicios de inversión, sin haber obtenido la preceptiva autorización y hallarse inscrita en el correspondiente registro administrativo -(art. 99 q) LMV)-. Se impone a la sociedad una multa de 559.722.590 pesetas, y de 50 millones a su administrador único.

RESOLUCIÓN DE EXPEDIENTES SANCIONADORES EN 2000

Referencia	Resoluciones
(7/00)	<u>Orden Ministerial de 8 de marzo de 2000</u> Resuelve acerca de la presunta realización habitual por una sociedad, de actividades reservadas a las empresas de servicios de inversión, sin haber obtenido la preceptiva autorización ni hallarse inscrita en el correspondiente registro administrativo -(art. 99 q) LMV)-. Se impone a la sociedad una multa de 18.364.955 pesetas, y de 15 millones a su administrador único.
(8/00)	<u>Resolución del Consejo de la CNMV de 30 de mayo de 2000</u> Resuelve sobre la presunta información engañosa y no comunicación de hecho relevante de una sociedad emisora -(art. 99 ñ) LMV)-. Se declara la inexistencia de la infracción imputada.
(9/00)	<u>Resolución del Consejo de la CNMV de 30 de mayo de 2000</u> Resuelve sobre el presunto incumplimiento por una Agencia de Valores de la normativa que regula el registro de operaciones -(art. 100 c) LMV)-. Se impone a la entidad una multa de 3 millones de pesetas.
(10/00)	<u>Resolución del Consejo de la CNMV de 27 de junio de 2000</u> Resuelve acerca de la presunta comisión por una Sociedad de Valores de cinco infracciones graves por violación de normas de conducta y diversos incumplimientos de la normativa general del mercado de valores. Se imponen multas a la entidad y a tres de sus administradores por importe global de 28 y 45,6 millones de pesetas, respectivamente.
(11/00)	<u>Resolución del Consejo de la CNMV de 13 de julio de 2000</u> Resuelve acerca de la presunta comisión por una Sociedad Gestora de Carteras de tres infracciones muy graves relativas a la resistencia a la actuación inspectora de la CNMV -art. 99 t) LMV-, a la falta de un adecuado control interno -art. 99 l) LMV-, y a la existencia de irregularidades contables. Se declara la inexistencia de una de las infracciones, y las otras dos se bajan a graves imponiéndose multas por importe global de 7 millones de pesetas a la sociedad, y de 3 millones de pesetas a dos de sus administradores.
(12/00)	<u>Resolución del Consejo de la CNMV de 19 de septiembre de 2000</u> Resuelve acerca de la presunta comisión por una Agencia de Valores de tres infracciones graves por diversos incumplimientos de la normativa general del mercado de valores -(letras o) g) y c) del artículo 100 LMV)-. Se imponen multas a la entidad por un importe global de 3 millones de pesetas.
(13/00)	<u>Orden Ministerial de 27 de octubre de 2000</u> Resuelve acerca de la presunta falta de comunicación a la CNMV por parte de una persona física de participaciones significativas en el capital de una sociedad cotizada -(art. 99 p) LMV)-. Se impone una multa de doscientas cincuenta mil pesetas.
(14/00)	<u>Orden Ministerial de 27 de octubre de 2000</u> Resuelve acerca de la presunta falta de comunicación a la CNMV por parte de una persona física de participaciones significativas en el capital de una sociedad cotizada -(art. 99 p) LMV)-. Se impone una multa de 2,5 millones de pesetas.
(15/00)	<u>Orden Ministerial de 12 de diciembre de 2000</u> Resuelve acerca de la presunta realización habitual por una sociedad de actividades reservadas a las empresas de servicios de inversión, sin haber obtenido la preceptiva autorización ni hallarse inscrita en el correspondiente registro administrativo -(art. 99 q) LMV)-. Se impone a la sociedad una multa de 421.113.340 pesetas, y de 50 millones a su apoderado.
(16/00)	<u>Orden Ministerial de 12 de diciembre de 2000</u> Resuelve acerca de la presunta falta de comunicación a la CNMV por parte de una persona física de participaciones significativas en el capital de una sociedad cotizada -(art. 99 p) LMV)-. Se impone una multa de un millón y medio de pesetas.
(17/00)	<u>Orden Ministerial de 12 de diciembre de 2000</u> Resuelve acerca de la presunta realización habitual por una sociedad, de actividades reservadas a las empresas de servicios de inversión sin haber obtenido la preceptiva autorización ni hallarse inscrita en el correspondiente registro administrativo -(art. 99 q) LMV)-. Se impone a la sociedad una multa de 265.372.170 pesetas, y de 50 millones a cada uno de sus tres apoderados.
(18/00)	<u>Orden Ministerial de 12 de diciembre de 2000</u> Resuelve acerca de la presunta realización habitual por una sociedad de actividades reservadas a las empresas de servicios de inversión, sin haber obtenido la preceptiva autorización ni hallarse inscrita en el correspondiente registro administrativo -(art. 99 q) LMV)-. Se impone a la sociedad una multa de 194.320.260 pesetas, y de 50 millones a su administrador único.

Expedientes sancionadores: procedimiento y garantías

Las tareas ordinarias de supervisión e inspección realizadas por la CNMV detectan hechos y circunstancias que, a primera vista, pueden indicar la vulneración de las normas de ordenación y disciplina de los mercados. Una vez constatada la veracidad de este hecho, se formaliza un procedimiento sancionador donde se trata de determinar la existencia o no de infracciones y responsabilidades susceptibles de reacción disciplinaria mediante la imposición de las correspondientes sanciones.

El procedimiento sancionador específico aplicable en el ejercicio de la potestad sancionadora de la CNMV es el recogido en el Real Decreto 2119/1993⁽¹⁾, siendo de aplicación supletoria el procedimiento general regulado en el Real Decreto 1398/1993⁽²⁾. El plazo para la tramitación y resolución del procedimiento es de un año, ampliable a un año y medio. Las fases o trámites en que se estructura son: acuerdo de iniciación, pliego de cargos, alegaciones al pliego de cargos, período de prueba, propuesta de resolución y audiencia al inculpado, alegaciones a la propuesta de resolución y resolución.

La regulación del procedimiento recoge los principios generales a los que debe someterse el ejercicio de la potestad sancionadora de la Administración, los principios que deben informar su tramitación y los correspondientes derechos que de tales principios se derivan para los ciudadanos, entre los que siempre ha de destacarse el derecho a la presunción de inocencia. Adicionalmente, son dignas de mención las siguientes garantías establecidas para los afectados por el procedimiento sancionador:

- Según el principio de objetividad y neutralidad: la exigencia de separación entre la fase instructora y la sancionadora, que recae en órganos distintos, y la posibilidad de promover la recusación de los instructores del procedimiento en cualquier momento de la tramitación del expediente.
- Según el derecho de información: la notificación de aspectos como los hechos imputados, las infracciones que éstos constituyen, las sanciones aplicables, la identidad del instructor y la autoridad competente, así como el derecho a conocer el estado de tramitación y a acceder a la documentación del procedimiento sancionador.
- Según el derecho de defensa: la formulación de alegaciones y la aportación de documentos con anterioridad a la fase de audiencia, así como el derecho a proponer las pruebas que estimen pertinentes.

La resolución que pone fin al procedimiento sancionador también se acoge a un conjunto de requisitos. Así, ésta debe ser motivada, no puede aceptar hechos distintos de los determinados en la fase de instrucción, debe incluir la valoración de las pruebas practicadas y decidir sobre todas las cuestiones planteadas por los imputados. Su aprobación se acuerda por el Consejo de la CNMV, en los casos de infracciones leves y graves; en el caso de infracciones muy graves, la competencia corresponde al Ministro de Economía, previo informe del Comité Consultivo de la CNMV, salvo que la sanción que se imponga sea la de revocación de la autorización, en cuyo caso corresponde al Consejo de Ministros.

Contra la resolución cabe interponer recursos: de alzada ante el Ministro de Economía en las infracciones leves o graves, y recurso potestativo de reposición o contencioso-administrativo contra la resolución por infracciones muy graves.

(1) Real Decreto 2119/1993, de 3 de diciembre, sobre el procedimiento sancionador aplicable a los sujetos que actúan en los mercados financieros.

(2) Real Decreto 1398/1993, de 4 de agosto, por el que se aprueba el Reglamento del procedimiento para el ejercicio de la potestad sancionadora.

Revisión judicial de resoluciones sancionadoras

Durante el año 2000 se han notificado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores un total de doce sentencias que resuelven otros tantos recursos contencioso-administrativos interpuestos por personas o entidades sancionadas por incumplimientos relacionados con la normativa de los mercados de valores. De estas sentencias, ocho confirman las sanciones impuestas, mientras que en tres de ellas se estiman parcialmente los recursos interpuestos, anulando parte de las sanciones o rebajando la cuantía de las multas. Por último, una sentencia estima el recurso en su totalidad, anulando las sanciones impuestas.

Los motivos invocados por las sentencias para la estimación, o estimación en parte, de los recursos son diferentes. En una de ellas, la anulación de la sanción impuesta a uno de los miembros del Consejo de Administración se justifica por su no asistencia a las reuniones del Consejo donde fueron debatidas las decisiones y las cuentas que dieron origen a las sanciones. En otro caso, la Audiencia Nacional funda su decisión en la falta de cobertura del precepto reglamentario, pues el artículo 35 de la Ley del Mercado de Valores, invocado en la sanción, faculta para la concreción reglamentaria del contenido de las informaciones que deben remitirse, pero no para completar el tipo sancionador en el sentido de la resolución impugnada. Otra de las sentencias reduce la sanción impuesta a su grado mínimo, pues no consta prueba alguna respecto de la posible reincidencia del recurrente, ni se acredita la causación de perjuicios materiales, ni, en definitiva, se ponderan las circunstancias concurrentes a la luz del artículo 131 de la Ley 30/1992 sobre el principio de proporcionalidad. Por último, la Audiencia Nacional justifica la reducción de la sanción impuesta a una sociedad por la falta de imputabilidad de la misma durante el período de tiempo en que tampoco cabe apreciar la comisión de la infracción por parte de ninguna persona física.

Cuadro 9.6

RELACIÓN DE SENTENCIAS RECAÍDAS EN RECURSOS CONTENCIOSO-ADMINISTRATIVOS (R.C.A.) DURANTE 2000 CONTRA RESOLUCIONES EN MATERIA DE SANCIONES

N.º	Fecha	Tribunal	N.º de R.C.A.	Acto recurrido
1	10/2/2000	Tribunal Supremo	456/1996	Resol. Consejo de Ministros 9/6/1995 Confirma las sanciones impuestas al presidente y consejero delegado de una agencia de valores por la comisión de diversas infracciones tipificadas en los artículos 99.q) de la LMV, ejercicio o realización habitual de actividades comprendidas en el artículo 71 de la LMV por entidades o personas no habilitadas al efecto, artículo 99.e), incumplimiento de las obligaciones de consolidación y llevanza de la contabilidad con vicios o irregularidades esenciales que impidan conocer la situación patrimonial y financiera de la entidad o del grupo, artículo 99.l), incumplimiento de la obligación de las sociedades y agencias de valores de contar con una organización y medios personales y materiales técnicamente adecuados, y artículo 99.m), incumplimiento por parte de la agencia de valores de la obligación de someter las cuentas e informe de gestión individuales y consolidados a auditoría de cuentas. Por dichas infracciones le fueron impuestas al recurrente determinadas sanciones de multa, y la de separación del cargo con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en cualquier otra entidad financiera de la misma naturaleza durante un período de dos años.
2	17/2/2000	T.S.J. de Madrid	1120/1997	Resolución CNMV de 13/11/1996 Confirma las sanciones de multa impuestas a una agencia de valores y bolsa, y a cada uno de los miembros de su Consejo de Administración, por la comisión de las siguientes infracciones: una infracción grave del artículo 100.c) de la LMV, por no exigir a los clientes en todos los casos órdenes de compra o de venta previas a la ejecución de las operaciones, e incumplir la normativa relativa al archivo de justificantes de órdenes, y una infracción grave del artículo 100.g) de la LMV en relación con el artículo 73, por haber incumplido el coeficiente de liquidez establecido para las sociedades y agencias de valores.
3	29/02/2000	T.S.J de Madrid	2566/1995	Resolución CNMV de 5/04/1995 Declara conforme a derecho la resolución del Consejo de la CNMV por la que se sanciona a una sociedad anónima, antes sociedad de valores, con sendas sanciones de multa, por la comisión de dos infracciones graves tipificadas en el artículo 100.g) de la LMV, incumplimiento del coeficiente de liquidez, y en el artículo 100.h) de la LMV, insuficiencia de recursos propios durante más de dos meses y menos de seis.

**RELACIÓN DE SENTENCIAS RECAÍDAS EN RECURSOS CONTENCIOSO-ADMINISTRATIVOS (R.C.A.)
DURANTE 2000 CONTRA RESOLUCIONES EN MATERIA DE SANCIONES**

N.º	Fecha	Tribunal	N.º de R.C.A.	Acto recurrido
4	14/03/2000	Audiencia Nacional	72/1997	Orden MEH de 5/12/1996
	Confirma las sanciones de separación del cargo con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en cualquier entidad financiera de la misma naturaleza por plazo de un año, impuestas a los miembros del consejo de administración de una sociedad gestora de carteras por la comisión de una infracción muy grave tipificada en la letra q) del artículo 99 de la LMV, en relación con el artículo 71 del mismo texto legal, consistente en la realización habitual de actividades comprendidas en dicho artículo, sin estar habilitada al efecto.			
5	24/5/2000	Audiencia Nacional	23/1997	Orden MEH de 24/10/1996
	Estima en parte el recurso interpuesto por los miembros del Consejo de Administración y el Director General de una sociedad anónima, en cuanto que anula las dos sanciones de multa impuestas a uno de los consejeros, y confirma las sanciones impuestas a los demás recurrentes por la comisión de dos infracciones muy graves contenidas en el artículo 99.ñ) de la LMV, consistentes en el incumplimiento de la obligación contenida en el artículo 82, y en el suministro a la CNMV de determinada información inexacta.			
6	24/5/00	Audiencia Nacional	1302/97	Orden del MEH 1/8/97
	Confirma la sanción impuesta a un miembro del Consejo de Administración de una sociedad limitada, consistente en multa de quinientas mil pesetas, por una infracción muy grave del artículo 99 q) en relación con el artículo 71 de la LMV (recepción y transmisión de órdenes de compra de valores sin estar legalmente habilitada a tal fin).			
7	14/6/00	Audiencia Nacional	332/97	Orden MEH de 27/1/97
	Anula la sanción impuesta a miembros del Consejo de Administración de una sociedad anónima por la CNMV (y confirmada por la Orden recurrida, que anuló la otra sanción impuesta por la CNMV) consistente en multa de un millón y medio de pesetas a cada uno de ellos, por la comisión de una infracción grave del artículo 100 j) de la Ley del Mercado de Valores (inobservancia de los deberes de información).			
8	27/9/00	Audiencia Nacional	420/98	Orden MEH de 14/1/98
	Estima parcialmente el recurso interpuesto por el Presidente del Consejo de Administración de una sociedad anónima, en cuanto que anula la sanción de multa de 35 millones de pesetas, sustituyéndola por la de 1 millón de pesetas (por la comisión de una infracción muy grave tipificada en el artículo 99 ñ) de la LMV, es decir, incumplimiento de los deberes de remisión de información que el citado texto legal impone a las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en bolsas de valores).			
9	5/7/00	T.S.J. de Madrid	753/96	Resolución CNMV de 6/9/95
	Confirma las sanciones impuestas al Consejero Delegado de una sociedad de valores, consistentes en sendas multas de un millón de pesetas por la comisión de dos infracciones graves tipificadas en el artículo 100 g) de la LMV (incumplimiento del coeficiente de liquidez y superación del límite de concentración de riesgos).			
10	2/11/00	T.S.J. de Madrid	1.479/96	Resolución CNMV de 6/3/96
	Confirma las sanciones impuestas a miembros del Consejo de Administración de una Agencia de Valores, consistentes en tres multas a cada uno de ellos de un millón, un millón y medio y quinientas mil pesetas respectivamente, por la comisión de sendas infracciones comprendidas en las letras c), g) y h) del artículo 100 de la LMV (incumplimiento por las entidades del artículo 86 de la Ley de las normas vigentes en materia de contabilización de operaciones y formulación de cuentas; incumplimiento de la normativa sobre recursos propios; e incumplimiento del mínimo legal de recursos propios).			
11	13/11/00	T.S.J. de Madrid	2.568/95	Resolución CNMV de 5/4/95
	Confirma las sanciones impuestas al Presidente y miembros del Consejo de Administración de una sociedad anónima (sociedad de valores en el momento de la realización de las infracciones), consistentes en dos multas de 250 mil y 500 mil pesetas, por la comisión de dos infracciones comprendidas en las letras g) y h) del artículo 100 de la LMV (incumplimiento del coeficiente de liquidez e incumplimiento de la normativa sobre los recursos propios, respectivamente).			
12	4/12/00	Audiencia Nacional	488/98	Orden MEH de 14/1/98
	Estima parcialmente el recurso interpuesto por una sociedad anónima, en cuanto que anula la sanción de multa de 175 millones de pesetas, sustituyéndola por la de 120 millones de pesetas (por la comisión de una infracción muy grave tipificada en el artículo 99 ñ) de la LMV, es decir, incumplimiento de los deberes de remisión de información que el citado texto legal impone a las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en bolsas de valores).			

Los servicios directos a los inversores constituyen un elemento esencial de la actividad de la CNMV. Los inversores se ponen en contacto con la CNMV para obtener información de diverso tipo, efectuar consultas sobre determinados aspectos de sus operaciones o presentar reclamaciones, principalmente contra emisores e intermediarios financieros. En todos los casos, la CNMV intenta prestar el mejor servicio posible, consciente de que esta atención forma parte de sus obligaciones en materia de transparencia del mercado y protección del inversor.

Dentro de la atención al público de la CNMV, Internet tiene un papel cada vez más importante. A través de esta vía, los inversores pueden acceder con facilidad a la información contenida en los registros oficiales, a las advertencias sobre la actuación de los intermediarios no registrados, a recomendaciones interesantes y a la legislación relevante para los mercados de valores. El pasado año, las visitas al sitio web de la CNMV crecieron de un modo espectacular respecto a 1999: el número de sesiones pasó de 496.000 a 894.000 y el número de páginas visitadas de 6.781.000 a 14.162.000

La CNMV está acometiendo, en la actualidad, una importante mejora en el contenido y la presentación del sitio web. Asimismo, se ha habilitado ya la posibilidad de acceder a través de los sistemas WAP (“wiereless access protocol”) de la telefonía móvil a información particularmente sensible para la transparencia del mercado, como los últimos hechos relevantes o la lista de valores suspendidos de negociación.

El uso creciente de Internet no impide que la CNMV siga atendiendo un elevado número de consultas a través de los medios tradicionales, como puede apreciarse en el cuadro 10.1. Se trata, en general, de consultas referidas a operaciones o trámites relacionados con los mercados de valores, que no entrañan necesariamente la obtención de datos de los registros oficiales. En el año 2000 se produjo una disminución en este tipo de consultas respecto al año anterior, con excepción de las formuladas a través del correo electrónico. En cuanto a las reclamaciones, su número aumentó notablemente, aunque en consonancia con el aumento de la actividad en los mercados.

Cuadro 10.1

CONSULTAS Y RECLAMACIONES ATENDIDAS POR LA CNMV

	1999	2000
Consultas telefónicas	23.948	21.330
Correos electrónicos.....	2.015	2.825
Consultas por fax y por escrito	259	143
Consultas «in situ»	5.490	3.900
Reclamaciones	961	1.169
Total.....	32.673	29.367

La ventanilla de reclamaciones

La CNMV atendió durante el pasado año 1.171 reclamaciones, lo que supone un incremento cercano al 22% respecto a 1999. Este elevado número de reclamaciones refleja el aumento de la actividad de los mercados, pero también es un exponente de la elevada participación en los mismos de los pequeños inversores y del progreso de la cultura financiera. Los pequeños inversores conocen cada vez mejor las reglas del mercado y utilizan los instrumentos a su disposición para defender sus intereses.

10

INFORMACIÓN,
CONSULTAS Y
RECLAMACIONES

A pesar del aumento notable de las reclamaciones, su tramitación se llevó a cabo sin demoras, dentro de los tiempos medios de respuesta de años anteriores. La agilidad en la tramitación ha sido posible, en gran medida, por la implantación de importantes mejoras informáticas, que facilitan el seguimiento de los expedientes de reclamación.

El contenido de las reclamaciones fue diverso, sin que pueda destacarse de manera sobresaliente, por su frecuencia, ningún asunto concreto. Como es habitual, las reclamaciones se dirigieron en su mayor parte contra entidades financieras y emisores. Las reclamaciones contra intermediarios no registrados tuvieron también una presencia notable, aunque inferior a la de 1999.

Cuadro 10.2

ENTIDADES CONTRA LAS QUE SE RECLAMA

	N.º de reclamaciones		%	
	1999	2000	1999	2000
Sociedades rectoras y organismos supervisores.....	5	9	1	1
Entidades financieras.....	608	962	63	82
Intermediarios no registrados	91	70	9	6
Emisión de valores	256	125	26	11
Otros	1	3	0	0
Total	961	1.171	100	100

Cuadro 10.3

RELACIÓN DE ENTIDADES FINANCIERAS E INTERMEDIARIAS NO REGISTRADAS SOBRE LAS QUE SE PRESENTARON RECLAMACIONES EN EL AÑO 2000^(*)

Entidades con más de dos reclamaciones	Reclamaciones	De las cuales	
		Resueltas por acuerdo amistoso	Informe favorable al reclamante
Bancos y cajas de ahorro	760	99	107
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA	224	36	35
BANCO BSN BANIF, S.A.	15	2	3
BANCA CATALANA, S.A.	4		2
BANCAJA	5		1
BANCO ATLÁNTICO, S.A.	3		
BANCO DE ANDALUCÍA	3		
BANCO DE FINANZAS E INVERSIONES, S.A. Fibanc	8	3	1
BANCO DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA, S.A.	5	2	
BANCO DEL COMERCIO	6		2
BANCO ESPAÑOL DE CRÉDITO, S.A.	34	3	2
BANCO HERRERO	3		1
BANCO PASTOR	8		2
BANCO POPULAR ESPAÑOL, S.A.	4		
BANCO SANTANDER CENTRAL HISPANO, S.A.	176	32	27
BANCO URQUIJO, S.A.	7		
BANCO ZARAGOZANO, S.A.	5		2
BANKINTER, S.A.	32	2	4
BARCLAYS BANK, S.A.E.	3		

**RELACION DE ENTIDADES FINANCIERAS E INTERMEDIARIAS NO REGISTRADAS
SOBRE LAS QUE SE PRESENTARON RECLAMACIONES EN EL AÑO 2000^(*)**

Entidades con más de dos reclamaciones	Reclamaciones	De las cuales	
		Resueltas por acuerdo amistoso	Informe favorable al reclamante
BILBAO BIZKAIA KUTXA	5		1
CAJA DE AHORROS DE CATALUÑA	3	1	
CAJA DE AHORROS DE GALICIA (CAIXAGALICIA)	3		1
CAJA DE AHORROS DEL MEDITERRÁNEO	7	3	
CAJA DE AHORROS Y PENSIONES DE BARCELONA La Caixa	22		4
CAJA DE AH. Y MONTE DE PIEDAD DE MADRID Cajamadrid	53	4	4
CAJA DE A. Y M.P. DE CÓRDOBA	3		
CAJA DE AHORROS DE SALAMANCA Y SORIA	5	1	
CAJA ESPAÑA DE INVERSIONES	8		1
CAJA GENERAL DE AHORROS DE GRANADA	4		3
CAJA RURAL DE VALENCIA S. COOP. CTO.	3		
CITIBANK ESPAÑA, S.A.	6		
CREDIT LYONNAIS ESPAÑA, S.A.	3		
DEUTSCHE BANK, S.A.E.	13	1	
IBERCAJA	7	1	2
OPEN BANK, S.A.	13	2	3
SOCIETE GENERALE Sucursal en España	7	2	
SOLDBANK SDB, S.A.	3		
UNICAJA	5	1	2
RESTO	26	3	1
Sociedades y agencias de valores	163	17	25
ADEPA AVB, S.A.	3		
AGENTES DE BOLSA ASOCIADOS AVB, S.A. - ABA	8	1	5
BENITO Y MONJARDÍN, SVB, S.A.	10		2
CONSORS ESPAÑA SV, S.A.	5		3
GAESCO BOLSA, SVB, S.A.	17	2	2
GENERAL DE VALORES Y CAMBIOS SVB, S.A. - GVC	26	4	2
GESTIÓN DE PATRIMONIOS MOBILIARIOS, AVB, S.A.	41	1	4
HERMES BOLSA SVB, S.A.	7	1	1
IBERAGENTES ACTIVOS SV, S.A.	6	2	
MORGAN STANLEY DEAN WITTER SVB, S.A.	14	4	1
RENTA 4, SVB, SA	4	1	1
RESTO	22	1	4
SGIIC, SGC y sociedades de inversión mobiliaria	39	6	2
GRUPO BBVA.	14	6	
GRUPO BSCH	13		
RESTO	12		2
Entidades no registradas	70	No aplicable	23
AGRUPACIÓN DE CAPITALES, S.A.	1		1
BLEVINS FRANKS	1		
CAPITAL INTERMEDIATE SERVICES	1		
DATA CORP FINANCIAL LIMITED, S.L.	1		

**RELACIÓN DE ENTIDADES FINANCIERAS E INTERMEDIARIAS NO REGISTRADAS
SOBRE LAS QUE SE PRESENTARON RECLAMACIONES EN EL AÑO 2000^(*)**

Entidades con más de dos reclamaciones	Reclamaciones	De las cuales	
		Resueltas por acuerdo amistoso	Informe favorable al reclamante
DIAGONAL DIVISAS, S.A.	1		
DINÁMICA DIRECTIVA, S.L.	8		3
EUROPA MARKETING, S.L.	2		
EURORESERVE TRUST	1		
EXCOTRA	1		
FIRST CAPITAL SECURITIES	1		1
FOREX GESTIÓN, S.A.	1		1
FORNBY LIMITED	1		1
GLOBAL ANALYSIS	1		
GOODMAN HART ASSOCIATES	2		
HENRY WOODS I.M.	1		1
HYPRAFFOUND LIMITED	1		
IBÉRICA DE INFORMACIÓN/JOG FINANCE	4		4
INPROLINKS, S.L.	1		
INSTINET (MADRID)	1		
INTERNATIONAL ASSET MANAGEMENT	1		1
IPB EUROPA, S.L.	1		1
MARCO POLO MARKETING LTD.	1		1
NCR CAPITAL MANAGEMENT	1		
OFFSHORE FINANCIAL & INSURANCE CENTRE	1		
PERICIA, S.L.	2		1
PETRÓLEOS Y CARBONES, S.A.	1		
PORT KENNY HOLDING, S.A.	4		4
PROMARKET INTERNATIONAL BUSINESS	3		2
RECOLETOS SERVICIOS DE ASESORÍA, S.L.	2		1
RICHARD FIRTH & ASSOCIATES, S.L.	1		
THIBAUT CAPITAL MARKETS LTD	16		
THIBAUT INTERNATIONAL LTD	3		
TRIDENT TRANSACTIONES	1		
VANGUARD EQUITIES LTD/ STERLING EQ. GROUP	1		1

(*) Datos a 31 de diciembre de 2000.

En cuanto al resultado de las reclamaciones, destacan dos hechos en 2000. En primer lugar, con frecuencia elevada, las reclamaciones resultan en la emisión por parte de la CNMV de informes desfavorables para los reclamantes; dicho resultado aumenta, además, significativamente respecto al año anterior. Las entidades deberían tomar nota de aquellos aspectos que motivan las quejas de los inversores para subsanarlos adecuadamente. Por otro lado, parece positiva la tendencia a aumentar el número de reclamaciones resueltas, con carácter previo al informe de la CNMV, mediante acuerdo entre las partes. Se confirma, así, la trayectoria de años anteriores y expresa una actitud cada vez más receptiva y conciliadora por parte de las entidades afectadas, principalmente las entidades financieras, respecto a las quejas del público. La CNMV ha insistido siempre en la necesidad de desarrollar los mecanismos de conciliación entre los intermediarios y sus clientes y la promueve en la mayoría de las reclamaciones.

RESUMEN DEL RESULTADO DE LAS RECLAMACIONES PRESENTADAS EN EL AÑO 2000

	Número		%	
	1999	2000	1999	2000
Reclamaciones con pronunciamiento y/o resolución	516	735	54	63
Avenimiento/Allanamiento ⁽¹⁾ (Acuerdos)	84	167	9	14
Con informe favorable ⁽²⁾	238	161	25	14
Con informe desfavorable ⁽³⁾	191	400	20	34
Desistimiento ⁽⁴⁾	3	7	0	1
Reclamaciones que no precisan pronunciamiento	443	424	46	36
Caducidad ⁽⁵⁾	26	15	3	1
Con información al reclamante ⁽⁶⁾	402	389	42	33
Fuera de competencias de la CNMV ⁽⁷⁾	15	20	1	2
Pendientes	2	10		1
Total	961	1.169	100	100

(1) Avenimiento/Allanamiento: las partes llegan a un acuerdo.

(2) Informe favorable: el reclamante tiene razón.

(3) Informe desfavorable: el reclamante no tiene razón.

(4) Desistimiento: el cliente retira su queja.

(5) Caducidad: la reclamación se realiza de forma anónima o sin dirección, lo que impide su tramitación.

(6) Información al reclamante: la información que la CNMV transmite al reclamante resuelve la incidencia.

(7) Fuera de competencias de la CNMV: la reclamación es competencia de otros organismos.

Algunas reclamaciones particularmente significativas

Reclamaciones contra entidades no registradas

Las reclamaciones relacionadas con actividades de entidades no registradas tienen habitualmente un peso notable en el total de las reclamaciones presentadas ante la CNMV. En algunos casos, estas reclamaciones proporcionan la primera información sobre las operaciones de esas entidades y permiten que la CNMV pueda iniciar los procedimientos para poner fin a sus actividades. En todos los casos, las reclamaciones sobre estas entidades sirven para conocer mejor su modo de operar y permiten recopilar datos de gran utilidad en la instrucción de los expedientes sancionadores. Durante el pasado año, la CNMV publicó siete advertencias al público sobre otras tantas entidades no registradas, con el fin de evitar que los inversores operasen con ellas, recordando que las mismas no están autorizadas a captar ahorro del público ni a intermediar en servicios de inversión.

Reclamaciones sobre fondos de inversión

Entre las reclamaciones relacionadas con el funcionamiento y la comercialización de los fondos de inversión presentadas durante el pasado año destacaron, principalmente, tres tipos de quejas:

- Incumplimiento de la entrega obligatoria del folleto informativo y del reglamento de gestión del fondo por parte de la entidad comercializadora. La CNMV recordó, en estos casos,

que la información contenida en ambos documentos puede completarse, pero nunca sustituirse, por información verbal o folletos publicitarios.

- Quejas relacionadas con rentabilidades en los FIAMM, ante la creencia errónea de que estos fondos en ningún caso podían sufrir pérdidas, dada la composición de su cartera. Estas reclamaciones reflejan, en general, las dificultades de algunos inversores para entender la verdadera naturaleza de los riesgos que asumen, aunque también pueden reflejar, en algunos casos, una información deficiente por parte del comercializador.
- Incidencias en la renovación de las participaciones en los fondos garantizados, una vez finalizado el período de garantía. Algunos inversores pensaron erróneamente que las participaciones se reembolsarían sin tener que solicitarlo. Al no hacerlo e iniciarse un nuevo período de garantía, no pudieron acogerse a la exención del cobro de las comisiones de reembolso contemplada en esos casos.

Derecho de separación concedido a partícipes de fondos comercializados por BBVA

Tras la fusión entre BBV y Argentaria, el grupo bancario resultante decidió reestructurar las sociedades gestoras de IIC y las entidades depositarias de ambas de entidades y modificar diversos aspectos de la política de comisiones e inversión de algunos de sus fondos, lo que facultaba a los partícipes afectados a acogerse al derecho de separación previsto por la normativa vigente. Ante la dilación de los trámites formales de este proceso, algunos partícipes que habían manifestado su voluntad de acogerse al derecho de separación manifestaron a la CNMV su disconformidad por la incertidumbre sobre el valor liquidativo que finalmente se les aplicaría –el correspondiente al día de la inscripción de las modificaciones en el Registro de la CNMV, según lo establecido reglamentariamente– y por el retraso en la recuperación del importe de su inversión. A instancias de la CNMV, BBVA comunicó públicamente a quienes habían optado por la separación que reembolsaría las participaciones a todos aquellos que así lo solicitaran, sin aplicar las comisiones de reembolso previstas ni tener que esperar al momento final de inscripción de las modificaciones.

Actuaciones irregulares de representantes de sociedades y agencias de valores

Algunas reclamaciones se han referido a la actuación de representantes de sociedades o agencias de valores, que se han extralimitado en sus funciones y cometido diversas irregularidades. Los reclamantes han podido resarcirse de muchos de los perjuicios denunciados al asumir las entidades afectadas la responsabilidad por las actuaciones de sus representantes. Con independencia de ello, la CNMV ha adoptado, en los casos pertinentes, las medidas necesarias para exigir responsabilidades por la violación de las normas reguladoras.

Comercialización de participaciones preferentes: escasa liquidez de su negociación en el mercado AIAF

Algunos inversores han presentado reclamaciones ante la CNMV motivadas por problemas de liquidez en la venta de participaciones preferentes cotizadas en AIAF. Las participaciones preferentes son un producto relativamente nuevo en nuestros mercados, cuyas emisiones han alcanzado un notable volumen. De las reclamaciones citadas se deduce, fundamentalmente, un insuficiente conocimiento de los inversores sobre los riesgos de estos instrumentos. La CNMV considera que los inversores deberían conocer con antelación las características de los productos en los que invierten y que, para ello, es esencial que las entidades financieras mediadoras conozcan, a su vez, a sus clientes y les informen adecuadamente, sin recomendarles nunca inversiones contrarias a sus intereses o no

ajustadas a su perfil de riesgo. Por este motivo, la CNMV exigirá en el futuro una mayor claridad en el folleto informativo de las participaciones preferentes y en la publicidad que las entidades comercializadoras realicen en las colocaciones de estos instrumentos.

Saturación de órdenes en el SIBE del 14 de febrero de 2000

Una inusual afluencia de órdenes ocasionó retrasos generalizados en el funcionamiento del SIBE durante el 14 de febrero del pasado año. Los problemas afectaron principalmente a dos valores, BBVA y Zeltia, obligando a interrumpir su negociación durante media hora y ampliar la banda de fluctuación de sus precios. Algunos inversores se sintieron perjudicados por estas incidencias y presentaron reclamaciones contra sus intermediarios. La CNMV considera que en situaciones de este tipo no parece correcto que el inversor acarree con todos los perjuicios, por lo que pidió a las entidades que tratasen de alcanzar con sus clientes acuerdos compensatorios ajustados a las circunstancias de cada caso.

Reclamaciones relacionadas con OPA

Las OPA de exclusión dan lugar habitualmente a un cierto número de reclamaciones relacionadas con el precio. El pasado año no fue una excepción y se presentaron diversas reclamaciones de este tipo, principalmente para solicitar a la CNMV que revisara y, en su caso, exigiese al oferente un aumento en el precio propuesto por éste. Asimismo, durante el año se recibieron reclamaciones de contenido diverso relacionadas con otras OPA.

Ofertas públicas de venta o de suscripción

Las ofertas públicas de venta y suscripción suelen generar, asimismo, reclamaciones sobre diversos aspectos de su realización. El pasado año se produjo un hecho novedoso, al atenderse reclamaciones relacionadas con una oferta realizada de forma simultánea en varios países, presentada por el consorcio aeronáutico europeo EADS. Las reclamaciones estuvieron motivadas por un pequeño retraso en la entrega de los valores el día de su admisión a cotización. Tras la presentación de las reclamaciones, las incidencias fueron debidamente resueltas. En el capítulo de ofertas públicas, cabe citar también que durante el año se recibieron nuevas reclamaciones sobre la adjudicación de las acciones en la salida a bolsa de Terra, producida a finales de 1999. Estas reclamaciones se atendieron conforme a los criterios ya expuestos por la CNMV en su Memoria de Reclamaciones de 1999.

Órdenes sobre valores admitidos a cotización en mercados extranjeros

Los inversores han presentado ante la CNMV diversas reclamaciones concernientes a operaciones con valores cotizados en mercados extranjeros, tramitadas a través de intermediarios sujetos a la supervisión de la CNMV. En este tipo de órdenes, la CNMV no puede pronunciarse sobre las circunstancias relativas a la ejecución de la orden en el mercado extranjero, pero sí sobre la actuación de la entidad española que la recibe y que la remite para su ejecución. Dicha entidad debe actuar con diligencia y suministrar a su cliente toda la información relevante sobre la operación, circunstancia ésta que se ha cumplido en la mayor parte de los casos examinados.

Recomendaciones inspiradas en el contenido de las reclamaciones presentadas durante el año 2000

Como se pone de manifiesto en el apartado sobre reclamaciones particularmente significativas de este capítulo, las quejas presentadas ante la CNMV se refieren, en ocasiones, a asuntos de interés para todos los inversores. De las atendidas durante el pasado año pueden extraerse algunas recomendaciones útiles para los inversores y para las entidades financieras.

A los inversores:

- Canalice siempre sus inversiones a través de entidades habilitadas. Los buenos profesionales de servicios de inversión sólo están en las entidades que legalmente pueden ofrecerlos.
- Estudie las características del producto en el que va a invertir y, en especial, las posibilidades y costes de recuperar lo invertido. Utilice para ello los canales de información que se encuentran a su disposición en la propia entidad y en los registros públicos de la CNMV.
- Lea siempre todo el contenido de sus ordenes de inversión antes de firmarlas. Compruebe que entiende el alcance y que el contenido se corresponde con su voluntad inversora. Nunca firme documentos en blanco.
- En el caso de acudir a ofertas públicas de venta, tenga presente que cada una tiene unas condiciones distintas de colocación, al igual que distintos resultados. Estudie con detalle las características concretas de la oferta que se le propone en cada caso.
- Sea cauteloso con la información que aparece en Internet cuya fuente no esté identificada. Nunca invierta en función de rumores. Sopesa sus decisiones de inversión.
- Si opera con su entidad a través de Internet, asegúrese de que ésta le garantiza autenticidad, integridad y confidencialidad en el proceso.

A las entidades financieras:

- Ponga a disposición de su red los formularios adecuados a las operaciones ofrecidas.
- Advierta con claridad a sus clientes de los plazos necesarios para la ejecución de las órdenes.
- Recuerde que la calidad del servicio ofrecido a los clientes se mide por el cumplimiento de las promesas que les hacen y por la atención que les prestan tanto en el momento de contratar el servicio como durante su seguimiento.
- Actúe con diligencia en la corrección de los errores que puedan surgir en la tramitación de las órdenes de sus clientes.
- Preste mucha atención a la información que tiene que facilitar a sus clientes, en la necesaria actividad de mejora y mantenimiento de sus sistemas informáticos.

Registros oficiales y sitio de la CNMV en Internet

Durante el año 2000 la CNMV ha continuado prestando la máxima atención a la mejora de la información que ella misma suministra y al desarrollo de nuevas posibilidades de acceso del público a la misma.

La potenciación de Internet como medio de acceso a esta información es una prioridad. Su utilización se inició en 1998, pero en la actualidad ya es posible acceder a un gran volumen de información de naturaleza diversa, como se aprecia en los cuadros 10.5 y 10.6.

Entre las novedades a destacar en este ámbito, cabe citar, por lo que se refiere al contenido de la información, la edición de un libro electrónico que recoge las sentencias de los tribunales en materia de recursos contencioso-administrativos frente a las resoluciones sancionadoras de la CNMV y el Ministerio de Economía. A esta edición, que complementa a la información legal ya disponible en la

red, cabe añadir la publicación de un nuevo compendio actualizado de la normativa del mercado de valores, en soporte papel.

En cuanto a los mecanismos de acceso, ya se ha comentado la posibilidad de establecer conexiones mediante sistemas WAP de telefonía móvil para obtener información sobre los últimos hechos relevantes y la lista de compañías excluidas o suspendidas de cotización. Estos sistemas de conexión se extenderán en el futuro a otras áreas de información importantes.

Cuadro 10.5
REGISTROS OFICIALES DE LA CNMV: MAPA DE CONSULTAS
Primer año accesible en cada registro

	Consulta directa en la CNMV				
	Papel	Pantallas	Disco óptico	Internet	Diskette y CD-ROM
Comunicaciones previas	1989	1989	1994	1989	
Emisiones	1989	1989	1990	1989	
Admisiones a negociación	1989	1989	1990	1989	
Folletos de inscripción de IIC	1989	1989	1998	1989	
Expedientes de inscripción de sociedades y agencias de valores	1989	1989	1998	1989	1998
Auditorías:					
Emisores	1986	1986	1986	1986	1990
IIC	1989	1989	1993		
Sujetos del mercado	1988	1988	1993		
Sujetos del mercado y grupos	1993	1993			
Sociedades rectoras de mercados	1989	1989			
Informes especiales	1991	1991			
Información financiera:					
Emisores	1989	1989		1985	(*)
Información financiera de IIC	1991	1991	1993	4 trimestres	
OPA	1989	1989	1998	1989	
Escrituras de anotaciones en cuenta	1989	1989	1998	1994	1994
Tarifas de intermediarios	1993	1989		1994	
Participaciones significativas	1990	1990		1990	(**)
Hechos relevantes	1990	1989		1990	
Contratos tipo de intermediarios	1996	1989			1996

(*) Formatos ASCII y Windows.

(**) Formato ASCII.

MAPA DEL SERVIDOR WEB DE LA CNMV

Qué es la CNMV	La CNMV al día
<ul style="list-style-type: none"> > Introducción > Organigrama > Comité Consultivo > Código de conducta > Ofertas de trabajo y contrataciones Públicas > Servicios de la CNMV <ul style="list-style-type: none"> • Servicios para los inversores • Soporte técnico informático a las relaciones con la CNMV 	<ul style="list-style-type: none"> > Notas de prensa > Hechos significativos > OPA y emisiones > Exclusiones, suspensiones y levantamientos > Documentos sujetos a comentario > Regulación reciente <ul style="list-style-type: none"> • Legislación • Carta de Directores > Lo último de DELFOS
<h3 data-bbox="341 586 520 613">Página del Inversor</h3> <ul style="list-style-type: none"> > Decálogo del inversor > Guía del inversor > Recomendaciones de la CNMV > Avisos > Ventanilla de reclamaciones > Servicios para los inversores 	<h3 data-bbox="871 586 967 613">Consultas</h3> <ul style="list-style-type: none"> > Búsqueda por entidades > Hechos relevantes > Entidades emisoras <ul style="list-style-type: none"> • Entidades registradas • OPA • Informes de auditoría y cuentas anuales • Información financiera periódica • Participaciones significativas > Emisiones y admisiones <ul style="list-style-type: none"> • Comunicaciones previas • Folletos de emisión y OPV • Folleto de admisión • Códigos ISIN • Escrituras de anotaciones en cuenta > Instituciones de inversión colectiva <ul style="list-style-type: none"> • Entidades registradas • Folletos • Informes a socios y partícipes • Hechos relevantes > Entidades de capital-riesgo <ul style="list-style-type: none"> • Sociedades de capital-riesgo • Fondos de capital-riesgo • Gestoras de entidades de capital-riesgo > Empresas de servicios de inversión <ul style="list-style-type: none"> • Sociedades y agencias de valores • Sociedades gestoras de cartera • Empresas de servicios de inversión extranjeras > Información de tarifas > Contratos-tipo
<h3 data-bbox="341 891 730 918">Legislación, recomendaciones y acuerdos</h3> <ul style="list-style-type: none"> > Lo más reciente > Legislación > Cartas de los Directores > Normativa comunitaria > Libro electrónico de jurisprudencia > Resoluciones dadas a consultas a la CNMV > MOU (acuerdos internacionales) > Protocolos y acuerdos > Modelos normalizados 	
<h3 data-bbox="341 1258 472 1285">Publicaciones</h3> <ul style="list-style-type: none"> > Discursos > Informes > Legislación y jurisprudencia > Estadísticas > Contenido de los Registros > ANCV 	
<h3 data-bbox="341 1527 421 1554">DELFOS</h3> <ul style="list-style-type: none"> > Guía de DELFOS > Autorizaciones supervisoras y organizaciones internacionales > Tendencias en los mercados de valores > Desarrollo normativo y jurisprudencia > Bases de datos documentales > Enlaces 	<h3 data-bbox="871 1594 928 1621">ANCV</h3> <ul style="list-style-type: none"> > Actividades de la ANCV > Noticias > Actualizaciones de la base de datos de la agencia > Códigos ISIN > Consulta de códigos ISIN
<h3 data-bbox="341 1832 593 1859">Información de alto interés</h3>	<h3 data-bbox="871 1832 1034 1859">Contacto y e-mail</h3>

El volumen alcanzado por los flujos internacionales de inversión mobiliaria, la creciente actividad transnacional de las empresas en la captación de recursos financieros y la existencia de grandes intermediarios financieros globales hacen que sea indispensable la cooperación internacional entre las autoridades nacionales de supervisión para asegurar la estabilidad financiera y la protección de los inversores. En el ámbito europeo existe, además, un motivo añadido para impulsar la cooperación entre supervisores: la voluntad de avanzar hacia el mercado único. La situación actual ya evidencia una notable integración en determinadas áreas. La Directiva de Servicios de Inversión y otras importantes Directivas que afectan a los mercados de valores obligan a las agencias de supervisión de los Estados Miembros a cooperar entre sí en un amplio número de materias. Esta cooperación deberá ser todavía más amplia y, sobre todo, más efectiva si se desea que el avance de la integración se produzca en el marco de una regulación de calidad, que garantice una adecuada protección a los inversores.

La CNMV ha dedicado siempre una atención prioritaria a las relaciones internacionales. Desde principios de los años noventa, la CNMV participa al máximo nivel en la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO⁽³⁰⁾), una organización no gubernamental a la que pertenecen prácticamente todas las autoridades nacionales con competencias en la supervisión de los mercados de valores. IOSCO ha desarrollado durante los últimos años una intensa labor para aproximar los puntos de vista de sus miembros en áreas muy sensibles de la regulación y ha participado activamente, junto a los supervisores de banca y seguros, en la elaboración de estándares internacionales aplicables al sistema financiero en su conjunto.

En el marco europeo, la CNMV es miembro del Foro Europeo de Comisiones de Valores (FESCO⁽³¹⁾). Como IOSCO, se trata de una organización no gubernamental que, en este caso, agrupa a las agencias de supervisión de los países del Espacio Económico Europeo. Sus tareas se encaminan, fundamentalmente, al establecimiento de una estrecha cooperación en materia de información y asistencia en las investigaciones entre sus miembros y al desarrollo de estándares comunes en las normas europeas. Sus propuestas han servido, a menudo, de referencia a la Comisión Europea en el proceso de elaboración de la normativa comunitaria y en la interpretación de las normas en vigor. Consciente de la importancia de este foro, la CNMV participa activamente en todos sus grupos de trabajo. En la actualidad, forma parte de su Secretaría General Permanente, que tiene responsabilidades de coordinación y asistencia respecto a los grupos de trabajo.

Las actividades internacionales de la CNMV no se circunscriben exclusivamente al ámbito de los grandes foros de supervisores. La CNMV concede una atención especial al desarrollo de acuerdos bilaterales de intercambio de información y asistencia técnica con otras comisiones de valores. La CNMV participa, también, en iniciativas impulsadas por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) y ha colaborado con el Banco de España y otras instituciones españolas en el desarrollo de iniciativas específicas de la Unión Europea. Asimismo, técnicos de la CNMV han participado como expertos en programas de asesoramiento a instituciones de países en desarrollo promovidos por organizaciones internacionales.

Un área de creciente importancia en la actividad internacional de la CNMV es la cooperación con las comisiones de valores iberoamericanas. La creación, en 1999,

(30) International Organisation of Securities Commissions.

(31) European Forum of Securities Commissions.



ACTIVIDAD INTERNACIONAL

del Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores (IIMV) ha supuesto un notable impulso en esta área, al proporcionar un lugar de encuentro para el desarrollo de iniciativas de interés mutuo. La creación de Latibex, el mercado español especializado en valores latinoamericanos, ha añadido mayor interés, si cabe, al desarrollo de la cooperación iberoamericana entre supervisores y mercados. La CNMV ha participado y colaborado en la organización de numerosos cursos o seminarios tanto en España como en Iberoamérica y mantiene acuerdos de cooperación con numerosas comisiones de valores del área.

FESCO

Como ya se ha indicado, las actividades de FESCO tienen dos objetivos básicos. Por una parte, se pretende establecer un marco más efectivo de cooperación de las agencias nacionales de supervisión en los intercambios de información y en la asistencia a los procesos de investigación. Esta tarea se impulsa principalmente a través de Fescopol, un grupo de trabajo en el que participan los especialistas del área de inspección de las comisiones de valores. Por otra parte, FESCO promueve el acercamiento de los puntos de vista de sus miembros en el proceso de armonización de la regulación europea, básicamente a través de seis grupos de trabajo especializados, que se describen a continuación del dedicado a Fescopol.

Fescopol

El intercambio de información y la asistencia en las investigaciones de los miembros de FESCO derivadas de la supervisión se basan en un acuerdo multilateral firmado en 1998⁽³²⁾. Durante el pasado año, Fescopol continuó desarrollando este acuerdo con la finalidad de obtener mayor eficacia en la cooperación sobre estas materias. Entre otras iniciativas, el grupo de trabajo dio los primeros pasos para extender la cooperación a las investigaciones sobre casos de abuso de mercado que tienen efectos transfronterizos, en sintonía con el grupo específico de trabajo (Grupo de Abuso de Mercado) que estudia el desarrollo de un tratamiento común de estas infracciones en la Unión Europea.

Prácticas en el mercado primario

Este grupo de trabajo se ocupa de los problemas relacionados con las prácticas de estabilización de precios y con los criterios para adjudicar valores, ambos en el contexto de las ofertas públicas de valores. Estas operaciones han alcanzado un volumen notable durante los últimos años y han contado con una participación muy importante de pequeños inversores individuales. Además, han empezado a realizarse operaciones con una dimensión claramente pan-europea, que reclama una atención también a escala europea de esos problemas por parte de los reguladores y supervisores.

En septiembre del pasado año, el grupo sometió a consulta pública un documento titulado *“Stabilisation and Allotment – A European Supervisory Approach”*⁽³³⁾ que refleja sus conclusiones. Entre éstas, cabe destacar que el grupo propone la definición, por parte del regulador, de “puertos francos” (“safe harbours”) o criterios de actuación aceptados respecto a las prácticas de estabilización de precios tras las ofertas públicas de venta, de forma que quienes los sigan no puedan ser acusados de manipulación de precios. Asimismo, el grupo hace hincapié en la necesidad de informar a los inversores en este tipo de operaciones. En cuanto a la adjudicación de valores, el grupo establece recomendaciones para el caso de sobredemanda y se incide sobre todo en la información a los potenciales inversores, tanto del procedimiento de adjudicación como de los resultados de dicho proceso.

El Grupo, espera culminar su trabajo durante el año 2001, una vez se hayan recibido y estudiado las opiniones del mercado sobre sus propuestas.

(32) Multilateral Memorandum of Understanding on the Exchange of Information and Surveillance of Securities Activities.

(33) “Estabilización y asignación – Un enfoque europeo para la supervisión”.

Protección del inversor

FESCO aprobó en marzo del 2000 el documento *“Implementation of article 11 of the ISD: Categorisation of investors for the purpose of Conduct of Business rules”*⁽³⁴⁾, que refleja el trabajo de este grupo respecto a la definición de la categoría “inversor profesional”. Se trataba de un asunto importante para la supervisión de los servicios de inversión transfronterizos, puesto que el artículo 11 de la Directiva de Servicios de Inversión ya contempló en su momento la posibilidad de exceptuar a los servicios dirigidos a los inversores profesionales del cumplimiento de las normas de conducta del Estado de acogida, pero no se había abordado todavía una definición precisa de ese término. El criterio de FESCO ha sido asumido en su generalidad por la Comisión Europea, que en el mes de noviembre emitió una Comunicación sobre la interpretación del citado artículo⁽³⁵⁾.

Asimismo, durante el pasado año este grupo de trabajo sometió a consulta pública el documento *“The harmonization of core conduct of business rules for investor protection”*⁽³⁶⁾, en el que se establecen recomendaciones para una armonización de las normas básicas de conducta. Se trata de un documento de indudable trascendencia en el actual momento de la regulación europea, por la existencia de notables diferencias entre los Estados Miembros de la Unión Europea en esta materia. La armonización de las normas de conducta es imprescindible para que la integración de los mercados de valores avance con reglas neutrales desde el punto de vista de la competencia entre proveedores de servicios de inversión y con una adecuada protección de los inversores. La publicación del documento definitivo se espera durante los primeros meses del año 2001.

Contabilidad

La armonización contable es uno de los requisitos necesarios para avanzar con mayor rapidez en la integración de los mercados europeos. Así lo reconoce la Comisión Europea, que incluyó este punto entre los objetivos prioritarios del Plan de Acción de Servicios Financieros. El Grupo de Contabilidad de FESCO se constituyó el pasado año y sus trabajos todavía se hallan en fase interna. La aportación de este grupo puede servir de referencia para las iniciativas de armonización de la Unión Europea.

Abuso de mercado

El término “abuso de mercado” designa, de modo conjunto, las conductas de manipulación de precios y uso indebido de información privilegiada. En esta área, el Plan de Acción de Servicios Financieros prevé la elaboración de una Directiva que contemple, específicamente, un tratamiento común de la manipulación de precios y complemente la Directiva ya existente sobre información privilegiada. El Grupo de FESCO sobre abuso de mercado puede aportar iniciativas en la futura regulación europea. Su trabajo durante el pasado año dedicó una especial atención al desarrollo de medidas preventivas en diversas áreas, como la microestructura del mercado, las obligaciones de las compañías cotizadas, las obligaciones de los intermediarios autorizados (códigos internos de conducta), las normas de difusión de información sobre contratación y restricciones o la definición de “puertos francos”.

Sistemas de negociación alternativos (ATS)⁽³⁷⁾

También en esta área, FESCO desarrolla estándares que pueden servir de referencia para una futura regulación europea, que ya está contemplada explícitamente por la Comisión Europea en su propuesta de actualización de la Directiva de Servicios de Inversión de noviembre del 2000. El auge de estos sistemas de contratación en Estados Unidos y su presencia cada vez más activa en Europa

(34) “Aplicación del artículo 11 de la DSI: clasificación de los inversores a efectos de aplicación de las normas de conducta”

(35) Comunicación de la Comisión Europea de 16 de noviembre del año 2000 sobre la aplicación de las normas de conducta de acuerdo con el artículo 11 de la Directiva de Servicios de Inversión (93/22/EEC).

(36) “La armonización de las normas básicas de conducta para la protección de los inversores”.

(37) Alternative Trading Systems.

obligan a proporcionar una respuesta adecuada de la regulación a esta figura. El trabajo de FESCO, todavía embrionario, deberá proporcionar estándares relativos a los requisitos de transparencia, protección del inversor y capacidad técnica de los ATS, sin perjuicio de la necesidad de consensuar previamente la definición de los ATS así como su diferenciación con los mercados regulados.

Ofertas públicas europeas

Este grupo tiene como objetivo prioritario el desarrollo de propuestas que favorezcan un efectivo reconocimiento mutuo de los folletos de emisión y oferta pública de valores, con la finalidad de impulsar las actividades de financiación de las empresas a escala europea. Por tanto, se trabaja en un área particularmente sensible para la integración financiera europea y, como tal, ha sido destacada en el Plan de Acción de los Servicios Financieros. La labor del Grupo durante el pasado año se plasmó en la aprobación, en diciembre, del documento “A ‘European passport’ for issuers”⁽³⁸⁾. Entre sus principales conclusiones, el Grupo recomienda la adopción de un modelo único de folleto en Europa, basado en los estándares de difusión de información de IOSCO y en la asignación exclusiva de responsabilidades de verificación del folleto a las autoridades del Estado de Origen del emisor u oferente.

IOSCO

Desde el punto de vista español, uno de los hechos más relevantes del pasado año en el ámbito de IOSCO ha sido la instalación de su sede en Madrid, en cumplimiento de una decisión de la organización adoptada en 1999. La CNMV, con el apoyo de las autoridades, presentó en su momento la candidatura de la capital española, que tuvo que competir con otras importantes plazas financieras. Dada la importancia que ha adquirido este foro internacional, la instalación de su sede en Madrid propiciará la presencia habitual en España de supervisores y expertos de los principales mercados de valores internacionales, lo que favorecerá sin duda la proyección exterior de nuestros propios mercados.

La CNMV es uno de los dieciséis miembros del Comité Técnico de IOSCO, en el que están representadas las autoridades de supervisión de los mercados más desarrollados, y participa activamente en los cinco grupos de trabajo permanentes de la organización: (i) ofertas multinacionales de valores y contabilidad, (ii) mercados secundarios, (iii) intermediarios, (iv) instituciones de inversión colectiva y (v) supervisión e intercambio de información. Asimismo, la CNMV participa en otros grupos de trabajo específicos creados a iniciativa del Comité Técnico.

Ofertas multinacionales de valores y contabilidad

Las actividades de este grupo se desarrollan en tres áreas de gran importancia para la regulación de los mercados de valores: contabilidad, auditoría y folletos. En el campo de la contabilidad, es ya bien conocido el impulso de IOSCO al desarrollo y aplicación de la normalización contable a través del Comité Internacional de Estándares Contables (IASC⁽³⁹⁾). Es un proceso laborioso, por la diversidad de las normas contables nacionales y la dificultad de desarrollar criterios aplicables a sectores diversos, en el que, sin embargo, se han logrado avances importantes. Durante el año 2000, el grupo siguió trabajando en la búsqueda de criterios de compromiso, especialmente con otras organizaciones internacionales del sector financiero, para superar las dificultades todavía existentes.

El campo de la auditoría centró los mayores esfuerzos del grupo durante el pasado año y se prevé que siga cobrando protagonismo en el futuro. Los asuntos contemplados se agrupan, a grandes rasgos, en tres bloques: procedimientos de auditoría, independencia del auditor y control de calidad. El primero se refiere a la elaboración de estándares internacionales de auditoría y sigue una

(38) “Un ‘pasaporte europeo’ para emisores”.

(39) International Accounting Standards Committee.

línea similar a la desarrollada en materia de normalización contable. En particular, ya se ha acordado solicitar al Comité Internacional de Prácticas Contables (IAPC⁽⁴⁰⁾), que desarrolla normas internacionales de auditoría, la presencia de un miembro del grupo en ese Comité en calidad de observador. Respecto a la independencia, el grupo elaboró y remitió un documento a la Federación Internacional de Contables (IFAC⁽⁴¹⁾), en relación con su proyecto de modificación del código ético de los auditores en esta materia, en el que destaca una mención expresa sobre la incompatibilidad del ejercicio de la auditoría con la elaboración de los estados financieros. En cuanto al control de calidad, el grupo ha asumido que las normas de auditoría deben estar basadas, de modo general, en los Estándares Internacionales de Auditoría (ISAS⁽⁴²⁾) y ha señalado la necesidad de distinguir entre el control de calidad en sentido estricto y el seguimiento efectivo del cumplimiento de las normas, actividad ésta que recae en las asociaciones de profesionales.

En el ámbito de los folletos, el grupo elaboró un documento que adapta los estándares internacionales de difusión de información para ofertas de valores transfronterizas, aprobados en 1998, a los folletos continuados de emisión. Este documento, que se someterá a la consideración de los miembros de IOSCO, tiene por objeto agilizar los trámites de emisión y facilitar el acceso de las empresas a los mercados de capitales.

Mercados secundarios

Este grupo publicó el pasado año el informe “*Principles for the oversight of screen-based trading systems for derivative products*”⁽⁴³⁾, en el que se actualiza el trabajo realizado en 1990 en materia de supervisión de los sistemas electrónicos de negociación de productos derivados. El espectacular crecimiento de la negociación de productos derivados a través de estos sistemas y el volumen alcanzado por las operaciones transfronterizas desde entonces, hacían imprescindible la revisión de aquel trabajo y la actualización de los principios de supervisión.

Intermediarios

Tradicionalmente, el trabajo de IOSCO en materia de intermediarios de los mercados de valores se ha centrado en la identificación de los riesgos de esta actividad, en el establecimiento de normas prudenciales sanas y pautas de control interno y en los criterios de supervisión sobre su cumplimiento. Durante el pasado año se ha continuado avanzando en esta dirección vital para el mantenimiento de la estabilidad financiera y la protección de los inversores. En particular, el grupo de intermediarios publicó un documento titulado “*The management of credit risks by securities and derivatives firms and recommendations to firms and regulators*”⁽⁴⁴⁾, donde se describe la naturaleza de los riesgos de crédito asumidos por las entidades de valores, en especial los procedentes de las operaciones con productos derivados. El documento efectúa recomendaciones a las firmas para una gestión prudente de esos riesgos, y a los supervisores para un seguimiento eficaz de los mismos.

El grupo examinó también otras áreas de riesgo, como el riesgo operativo, el riesgo de liquidez, el riesgo tecnológico y los proveedores externos, donde existen trabajos en curso. Asimismo, colaboró con otros foros internacionales del sector financiero en el desarrollo de áreas comunes para la supervisión de los intermediarios financieros.

Instituciones de inversión colectiva

Este grupo de IOSCO desarrolló en el año 2000 una labor intensa en relación con los conflictos de interés que pueden derivarse de la actuación de los operadores de las instituciones de inver-

(40) International Accounting Practices Committee.

(41) International Federation of Accountants.

(42) International Standard of Audits.

(43) “Principios para la supervisión de sistemas electrónicos de negociación de productos derivados”

(44) “La gestión de los riesgos de crédito por parte de las entidades de valores y recomendaciones para las firmas y los reguladores”.

sión colectiva. Su trabajo en este campo se vio reflejado en dos documentos “*Conflicts of interests of CIS operators*”⁽⁴⁵⁾, en el que se actualizan algunos de los principios para la regulación de las instituciones de inversión colectiva aprobados por IOSCO en 1994, relacionados con este problema. En el documento se destaca, de un modo especial, la necesidad de identificar claramente las situaciones que puedan crear conflictos de interés y se formulan principios y estándares de buenas prácticas, aplicables a las decisiones de los operadores, que promuevan una efectiva protección de los inversores.

Asimismo, el grupo ha continuado trabajando en otras áreas de interés como la delegación de funciones por parte de los operadores y la educación del inversor, que han dado lugar a documentos que se publicarán próximamente. También se han iniciado trabajos en áreas como el uso de folletos informativos reducidos, la publicidad y la evaluación de riesgos. Dentro de este grupo, la CNMV, además de participar en la evaluación de todos los asuntos tratados, realizó una importante aportación material con la elaboración de un informe sobre la infraestructura de las IIC en la toma de decisiones (“*Summary of responses to the Questionnaire on Principles and Best Practice Standards on Infrastructure for Decision Making for CIS Operators*”⁽⁴⁶⁾). En este documento se recogen las normas o prácticas vigentes en esta materia en los países con representación en IOSCO.

Supervisión e intercambio de información

Internet cobró una especial relevancia en la labor de este grupo durante el año 2000. El desarrollo del comercio financiero internacional a través de la red obliga a una más estrecha y eficaz cooperación entre los supervisores para identificar, investigar y, en su caso, sancionar posibles conductas manipuladoras. Internet ofrece ventajas notables para los usuarios de servicios financieros, pero también puede convertirse en un medio de difusión del fraude si no se adoptan las medidas de control necesarias por parte de los supervisores y si los consumidores no toman las debidas precauciones.

Dentro del esfuerzo para impulsar una adecuada cobertura supervisora de los negocios en valores a través de Internet, el grupo de supervisión e intercambio de información organizó el 28 de marzo del pasado año una prueba de búsqueda intensiva en la red de posibles irregularidades en la prestación de servicios, de modo destacado servicios prestados por intermediarios no autorizados. En la prueba, bautizada como “*Internet Surf Day*”⁽⁴⁷⁾, participaron supervisores de 21 países y se analizaron más de 10.000 páginas web. La CNMV participó de manera activa en la misma y fue la única agencia supervisora que utilizó un programa robot de búsqueda masiva en la red. Este procedimiento le permitió analizar en primera instancia más de 3.500 páginas, de las cuales 22 se seleccionaron para un posterior y más detallado análisis. La experiencia del “*Internet Surf Day*” ha inaugurado una etapa de colaboración de gran interés entre los supervisores de valores.

Otros grupos específicos creados a iniciativa del Comité Técnico de IOSCO

Junto a los grupos de trabajo permanentes, IOSCO crea ocasionalmente grupos específicos de trabajo destinados a examinar asuntos de actualidad que afectan a la regulación. Durante el pasado año, desarrollaron su labor tres de ellos, en las áreas de compensación y liquidación, “nueva economía” e Internet, respectivamente. El primero es un grupo mixto en el que participó, también, el Comité de Sistemas de Pagos y Liquidación de los bancos centrales del G-10. Sus conclusiones se recogen en un documento titulado “*Recommendations for Securities Settlement Systems*”⁽⁴⁸⁾, en el que se señalan los requisitos mínimos que deben cumplir los sistemas de liquidación de valores con inde-

(45) “Conflictos de interés en los operadores de instituciones de inversión colectiva”.

(46) “Sumario de respuestas al cuestionario sobre principios y estándares de buena práctica en la infraestructura para la toma de decisiones de los operadores de instituciones de inversión colectiva”.

(47) “Día de ‘surf’ en Internet”.

(48) “Recomendaciones para los sistemas de liquidación de valores”.

pendencia del tipo de valores o de su carácter nacional o internacional. El segundo grupo se ocupó de asuntos relacionados con la denominada “nueva economía” que tienen un indudable impacto en los mercados de valores, entre ellos las ofertas públicas de valores de la “nueva economía”, la valoración de estas empresas y los riesgos para los inversores. El grupo ha presentado ya sus conclusiones al Comité Técnico de IOSCO. En cuanto al grupo sobre Internet, sus trabajos siguen en curso y se reflejarán en el futuro en las recomendaciones de la organización.

Iniciativa de la OCDE y el Banco Mundial en materia de gobierno de las empresas

Los inversores prestan una atención creciente a las características del gobierno de las empresas, por su influencia sobre el valor de los activos emitidos, fundamentalmente sobre las acciones. Este interés ha motivado, por ejemplo, la difusión de códigos éticos de carácter voluntario sobre el gobierno de las empresas en diversos países, entre ellos España. Algunos organismos internacionales han mostrado su interés en estudiar las consecuencias de estos códigos y proponer, en su caso, estándares internacionales para armonizar su contenido y facilitar su difusión. Así lo hicieron, por ejemplo, la OCDE y el Banco Mundial, al patrocinar la creación del Forum Global sobre el Gobierno de las Empresas, cuyo objeto principal es la elaboración de buenas prácticas aplicables al gobierno corporativo. En el año 2000, la CNMV se incorporó como miembro de pleno derecho a este Foro.

Cooperación con Iberoamérica

Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores (IIVM)

Durante el año 2000, la CNMV ha colaborado activamente con el IIVM en su tarea de promoción de los mercados de valores iberoamericanos y difusión de los estándares de regulación y supervisión. El IIVM ha fomentado los contactos entre expertos de los mercados y de las áreas de regulación de los países miembros, ha difundido artículos de interés sobre estos mercados a través de sus publicaciones, ha facilitado el desarrollo de programas de asistencia técnica a supervisores y ha organizado cursos formación en España e Iberoamérica. La CNMV ha desarrollado un permanente esfuerzo para cooperar con estas iniciativas, ofreciendo medios humanos y facilidades logísticas para que pudiesen realizarse. Particularmente notable ha sido la participación de técnicos de la CNMV en programas de asistencia técnica y en los cursos y talleres organizados, tanto en España como en Iberoamérica.

Latibex

Como ya se ha indicado, la creación de Latibex constituye un motivo adicional para fortalecer las relaciones de la CNMV y los mercados españoles con sus homólogos latinoamericanos. Latibex desempeña una función “puente” entre las empresas latinoamericanas y los inversores europeos. Su éxito beneficia a ambos y, también, al mercado español en su conjunto. La CNMV, consciente de la importancia de esta iniciativa, promovió durante el pasado año los contactos y trámites necesarios con los supervisores iberoamericanos para facilitar la incorporación de nuevas empresas. Las características específicas de la regulación de este mercado exigen un estrecho contacto entre la CNMV y las agencias de supervisión latinoamericanas afectadas. La CNMV ha desarrollado, desde hace tiempo, canales de colaboración eficaces con estas agencias, por lo que estos contactos se realizan con gran fluidez.

Otras actividades internacionales

Ya se ha señalado que los acuerdos bilaterales de cooperación con otras comisiones de valores desempeñan un papel relevante en las actividades internacionales de la CNMV. Estos acuerdos,

conocidos por las siglas MOU de su denominación inglesa⁽⁴⁹⁾, pueden contemplar la prestación de asistencia técnica, el intercambio de información o ambos a la vez. Hasta la fecha, la CNMV tiene firmados 17 MOU con supervisores de América del Norte, América Latina y Asia, que se suman al acuerdo multilateral firmado en el seno de FESCO con el resto de los supervisores miembros de este foro. Durante el pasado año no se firmaron nuevos acuerdos, pero se desarrollaron contactos para hacerlo en el futuro con países de Europa Central y Asia.

La CNMV recibió en el año 2000 la visita de numerosas delegaciones de comisiones de valores de todo el mundo. Entre ellas cabe citar las relacionadas con la prestación de asistencia técnica a países iberoamericanos, ya citadas anteriormente, y a países centroeuropeos candidatos al ingreso en la Unión Europea, como Hungría y Polonia. También se proporcionó asistencia técnica, por diversas vías, a países de Europa del Este y de África.

Asimismo, siguiendo una recomendación de la Comisión Europea, la CNMV ha analizado con el Banco de España y la Junta Nacional Arbitral de Consumo la posibilidad de implantar una red europea para la resolución extrajudicial de reclamaciones en el ámbito de los servicios financieros.

(49) Memoranda of Understanding.

Anexo 1

COMPOSICIÓN DEL CONSEJO DE LA CNMV

Presidente:	Dña. Pilar Valiente Calvo ⁽⁵⁰⁾
Vicepresidente:	D. Juan Jesús Roldán Fernández ⁽⁵¹⁾
Consejeros⁽⁵²⁾:	Dña. Gloria Hernández García ⁽⁵³⁾ D. Gonzalo Gil García ⁽⁵⁴⁾ Dña. Soledad Plaza i Jabat ⁽⁵⁵⁾ D. Félix De Luis y Lorenzo ⁽⁵⁶⁾
Secretario:	Dña. Sol Bourgón Camacho ⁽⁵⁷⁾

(50) Desde el 7 de octubre de 2000. Hasta el 4 de octubre ejerció el cargo D. Juan Fernández-Armesto.

(51) Desde el 7 de octubre de 2000. Hasta el 4 de octubre ejerció el cargo D. Luis Ramallo García.

(52) D. José Manuel Barberán López cesó en su cargo como consejero el 27 de diciembre de 2000.

(53) Directora General del Tesoro y Política Financiera.

(54) Subgobernador del Banco de España. Hasta el 16 de julio de 2000 ejerció el cargo D. Miguel Martín Fernández.

(55) Sustituye desde el 25 de octubre de 2000 a Dña. Pilar Valiente Calvo.

(56) Sustituye desde el 9 de febrero de 2001 a D. José M.^a Roldán Alegre que había cesado en su cargo el 13 de octubre de 2000.

(57) Desde el 1 de febrero de 2001. Hasta el 31 de enero ejerció el cargo D. Antonio Alonso Ureba.

Anexo 2

COMPOSICIÓN DEL COMITÉ CONSULTIVO DE LA CNMV⁽⁵⁸⁾

Presidente: D. Juan Jesús Roldán Fernández

Secretario: Dña. Sol Bourgón Camacho⁽⁵⁹⁾

VOCALES TITULARES

Emisores: D. Carlos Jiménez Zato
D. Enrique Carretero Gil de Biedma
D. Ramón Cerdeiras Checa

Inversores: D. Emilio Polo Ghezzi
D. Enrique Ureña Francés

Miembros de las Bolsas:

D. José Antonio de Bonilla y Moreno
D. Sebastián Albella Amigo
D. Jaime Aguilar Fernández-Hontoria
D. Gregorio Arranz Pumar

Consejo de Consumidores y Usuarios:

D. Jorge Caminero Rodríguez

Comunidades Autónomas:

Generalidad Valenciana:

D. José Manuel Uncio Lacasa

Generalidad de Cataluña:

D. Francesc Xavier Ruiz del Portal i Bravo

Gobierno Vasco:

D. Juan Miguel Bilbao Garai

VOCALES SUPLENTE

Emisores: D. Diego Lozano Romeral
D. Saturnino Polanco Prieto
D. Fernando Isidro Rincón

Inversores: D. Tomás Galán Ortega
D. Carlos Puerta Forolla

(58) Vigente desde el Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores del 28 de marzo de 2000.

(59) Sustituye desde el 1 de febrero de 2001 a D. Antonio Alonso Ureba.

Miembros de las Bolsas:

D. José M.^a Ramírez Núñez de Prado
D. John Siska
D. Antonio López Sellés
D. Ignacio Santillán Fraile

Consejo de Consumidores y Usuarios:

D. Manuel Prados Vicente

Comunidades Autónomas:

Generalidad Valenciana:

D. Julián Fernando Talens Escartí

Generalidad de Cataluña:

D. Jaume Pera i Lloveras

Gobierno Vasco:

D. Miguel Bengoechea Romero