

CNMV

**Informe anual**

[sobre los mercados de valores y su actuación]

20

**04**

# Informe Anual de la CNMV

sobre los mercados de valores y su actuación. 2004



# Acrónimos del «Informe Anual de la CNMV 2004 sobre los mercados de valores y su actuación»

AAPP: Administraciones públicas	LATIBEX: Mercado de valores latinoamericanos
AIAF: Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	LIIC: Ley de instituciones de inversión colectiva
ANCV: Agencia nacional de codificación de valores	LIFFE: London international financial futures exchange
ANNA: Asociación internacional de agencias nacionales de codificación	LMV: Ley del mercado de valores
ASCRI: Asociación española de entidades de capital-riesgo	MEFF: Mercado español de futuros y opciones financieros
AUD: Aplicación unificada de desglose	MFAO: Mercado de Futuros del Aceite de Oliva
AV: Agencia de valores	MiFID: Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros
AVB: Agencia de valores y bolsa	MNCP: Miembro negociador por cuenta propia
BCE: Banco central europeo	MTS: Market for treasury securities
BME: Bolsas y Mercados Españoles	NIC: Normas internacionales de contabilidad
BOE: Boletín Oficial del Estado	NIFF: Normas internacionales de información financiera
BTA: Bonos de titulización de activos	NYSE: New York stock exchange
BTH: Bonos de titulización hipotecaria	OCDE: Organización para la cooperación y el desarrollo económico
CADE: Central de Anotaciones de Deuda del Estado	OICV/IOSCO: Organización Internacional de Comisiones de Valores/International Organization of Securities Commissions
CCAA: Comunidades autónomas	OICVM/UCITS: Organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios/Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities
CDVI: Central de depósito de valores internacional	OPA: Oferta pública de adquisición de valores
CE: Comisión Europea	OPS: Oferta pública de suscripción de valores
CEPAL: Comisión económica para América Latina	OPV: Oferta pública de venta de valores
CESR: Comité Europeo de Reguladores de Valores/Committee of European Securities Regulators	Orden ECO: Orden del Ministerio de Economía
CFI: Classification of financial instruments	Orden EHA: Orden del Ministerio de Economía y Hacienda
CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores	PASF: Plan de acción de servicios financieros
COSRA: Consejo de autoridades reguladoras de valores de las Américas	PER: Price earnings ratio
CPSS: Comité de sistemas de pagos y liquidación de valores	PIB: Producto interior bruto
DEC: Derechos especiales de giro	PIOB: Public interest oversight board
EC: Entidades de crédito	PYME: Pequeña y mediana empresa
ECOFIN: Consejo de ministros de economía y finanzas de la UE	RD: Real decreto
ECR: Entidades de capital-riesgo	ROE: Rentabilidad sobre fondos propios
EPA: Encuesta de población activa	RSC: Responsabilidad social corporativa
ESI: Empresa de servicios de inversión	SAV: Sociedades y agencias de valores
FC&M: Mercado de Futuros sobre Cítricos y Mercaderías	SCLV: Servicio de Compensación y Liquidación de Valores
FEFSI: Federation Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement	SCSE: Sesiones de coordinación de supervisores europeos
FG: Fondo garantizado	SENAF: Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros
FIAMM: Fondos de inversión en activos del mercado monetario	SEPBLAC: Servicio ejecutivo de la comisión de prevención del blanqueo de capitales e infracciones monetarias
FII: Fondos de inversión inmobiliaria	SGC: Sociedades gestoras de carteras
FIM: Fondos de inversión mobiliaria	SGEGR: Sociedades gestoras de entidades de capital-riesgo
FMI: Fondo monetario internacional	SGFT: Sociedades gestoras de fondos de titulización
FTA: Fondos de titulización de activos	SGIIC: Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva
FTH: Fondo de titulización hipotecaria	SIBE: Sistema de Interconexión Bursátil Español
GAAP: Generally accepted accounting principles	SICAV: Sociedades de inversión de capital variable
GAFI-FATF: Grupo de acción financiera internacional	SII: Sociedades de inversión inmobiliaria
IAASB: International auditing and assurance standards board	SIM: Sociedad de inversión mobiliaria
IASB: International accounting standards board	SIMCAV: Sociedad de inversión mobiliaria de capital variable
IGBM: Índice General de la Bolsa de Madrid	SMN: Sistemas multilaterales de negociación
IIC: Instituciones de inversión colectiva	SON: Sistema organizado de negociación
IIMV: Instituto iberoamericano del mercado de valores	SV: Sociedad de valores
IOSCO/OICV: Organización Internacional de Comisiones de Valores/International Organization of Securities Commissions	SVB: Sociedad de valores y bolsa
ISFLSH: Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares	TAE: Tasa anual equivalente
ISIN: Código internacional de valores/International Securities Identification Number	UE: Unión Europea
	UVM: Unidad de Vigilancia de Mercados



# Índice general

<b>Presentación</b> .....	<b>9</b>
<b>I. Mercados y emisores</b> .....	<b>12</b>
1. Panorámica general .....	13
2. Bolsas de valores .....	25
3. Mercados de renta fija .....	39
4. Emisores y gobierno corporativo .....	49
5. Registro, contrapartida, compensación y liquidación .....	57
6. Mercados de productos derivados .....	63
<b>Anexos I</b> .....	<b>70</b>
<b>II. Entidades financieras y servicios de inversión</b> .....	<b>88</b>
7. Instituciones de inversión colectiva (IIC) .....	89
8. Empresas de servicios de inversión (ESI) .....	99
9. Prestación de servicios de inversión por las entidades de crédito .....	108
10. Entidades de capital-riesgo .....	110
<b>Anexos II</b> .....	<b>112</b>
<b>III. La regulación y supervisión de los mercados de valores</b> .....	<b>116</b>
11. Regulación financiera .....	117
12. Supervisión .....	125
13. Atención al inversor .....	137
14. Actuaciones disciplinarias .....	146
<b>Anexos III</b> .....	<b>152</b>
<b>IV. CNMV: Aspectos organizativos, económicos e institucionales</b> .....	<b>164</b>
15. Organización .....	165
16. Gestión económica .....	169
17. Relaciones institucionales .....	171
18. Agencia Nacional de Codificación de Valores .....	176
19. Comité Consultivo de la CNMV .....	177
<b>Anexos IV</b> .....	<b>178</b>
<b>V. Informe del Órgano de Control Interno</b> .....	<b>182</b>
<b>VI. Cuentas formuladas e Informe de Auditoría</b> .....	<b>190</b>
Resumen de las cuentas anuales formuladas. Ejercicio 2004. Balance, cuenta del resultado económico-patrimonial y cuadro de financiación .....	191
Informe de Auditoría de la Intervención General de la Administración del Estado .....	196
<b>Índice detallado</b> .....	<b>205</b>



## Presentación

El presente Informe expone lo acaecido en los mercados de valores españoles en el año 2004 y las actuaciones que la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) llevó a cabo durante el ejercicio, especialmente en materia de supervisión. La integración de ambos aspectos en un mismo documento pretende enmarcar las actuaciones supervisoras de la CNMV en su contexto y facilitar así su comprensión.

En líneas generales, los mercados internacionales de valores, incluidos los españoles, vivieron el año 2004 un ejercicio caracterizado por el aumento de cotizaciones y el incremento de la contratación. La recuperación de las tasas de crecimiento de la economía internacional y el mantenimiento de unos tipos de interés muy moderados impulsaron la actividad en los mercados financieros. En el caso español, la significativa pujanza de la demanda interna y el crecimiento del déficit de la balanza por cuenta corriente entrañaron un aumento de las necesidades de financiación del conjunto del país, en cuya cobertura desempeñaron un papel destacado los mercados de valores, especialmente el de renta fija privada.

En el mercado de la renta variable, la capitalización bursátil de las sociedades cotizadas se elevó significativamente, y concluyó el ejercicio en 560.271 millones de euros, una cifra que representó aproximadamente el 70% del Producto Interior Bruto (PIB) español y sitúa a las Bolsas españolas —integradas en «Bolsas y Mercados Españoles»— entre las grandes europeas. Aunque el citado aumento de la capitalización bursátil se debió principalmente al aumento de las cotizaciones, no debe olvidarse el papel de las ampliaciones de capital que se registraron en el período, entre las que destacó la efectuada con motivo de la adquisición del banco británico Abbey

National. No obstante, el número de sociedades cotizadas en las Bolsas españolas, sin incluir las sociedades de inversión, era a finales del ejercicio de 198 —de las cuales 128 se negociaban en el mercado continuo—, cifra inferior a la del ejercicio precedente.

Durante el ejercicio, las sociedades cotizadas prosiguieron su proceso de adaptación a las exigencias de la Ley de Transparencia y demás normas complementarias. Entre éstas destacó la regulación mediante Orden Ministerial de la información sobre operaciones vinculadas, así como la Circular de la CNMV que detalló el formato del Informe Anual de Gobierno Corporativo y el contenido de las páginas web de las sociedades cotizadas. Junto a ese esfuerzo en la adaptación a las nuevas exigencias en materia de transparencia, las sociedades se prepararon para la entrada en vigor, a partir de 2005, de las nuevas Normas Internacionales de Información Financiera. Para potenciar su actuación en ambos campos, la CNMV puso en marcha la nueva Dirección de Información Financiera y Contable.

El mercado de emisiones de renta fija privada tuvo una actividad extraordinaria, hasta el punto de que el saldo vivo de la renta fija privada, históricamente muy moderado en comparación con el de la deuda pública, concluyó el ejercicio en 328.271 millones de euros, casi a la par con el de la deuda negociable de las Administraciones Públicas, que apenas aumentó gracias a la favorable situación de las cuentas públicas. Las nuevas emisiones de renta fija privada a largo plazo registradas en la CNMV rebasaron los 115.000 millones de euros, destacando las de bonos de titulización, que por sí solos superaron los 50.000 millones de euros. Los protagonistas de esa significativa actividad emisora en renta fija fueron las

entidades financieras, que financiaron con ella, en gran medida, el rápido crecimiento del crédito hipotecario. Adicionalmente, el volumen de emisiones de participaciones preferentes, aunque de cuantía más modesta, mostró sin embargo un crecimiento notable.

El patrimonio de los fondos de inversión españoles superó los 240.000 millones de euros, de los cuales el de fondos mobiliarios españoles creció hasta alcanzar los 236.088 millones de euros, lo que representa cerca de un 30% del PIB español y el destino de alrededor del 12% del ahorro financiero de las familias. Las rentabilidades de todas las modalidades de fondos fueron positivas en términos nominales, pero en varias categorías —entre ellos los orientados a renta fija a corto plazo e instrumentos del mercado monetario— esa rentabilidad nominal fue inferior a la tasa de inflación del ejercicio, como consecuencia en buena parte del moderado nivel de los tipos de interés vigentes. Las sociedades gestoras obtuvieron un significativo aumento de las comisiones netas percibidas gracias al aumento del patrimonio gestionado, que compensó sobradamente la leve reducción de la comisión de gestión aplicada a los distintos fondos. Ese aumento de los ingresos elevó sus resultados e hizo que para el conjunto de las sociedades gestoras la rentabilidad sobre recursos propios alcanzara cotas elevadas. Por otro lado, el volumen de fondos gestionados por instituciones de inversión colectiva extranjeras comercializados en España se duplicó durante el año y concluyó el ejercicio en 17.785 millones de euros, lo que equivale al 7,5% del patrimonio de las instituciones de inversión colectiva españolas.

La entrada en vigor a principios de 2004 de la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva impulsó el proceso de transformación de las antiguas sociedades de inversión mobiliaria de capital fijo en sociedades de inversión de capital variable (SICAV), cuyo patrimonio total a finales de 2004 superó ligeramente los 23.000 millones de euros.

El número de sociedades y agencias de valores nacionales se mantuvo casi estable, pero creció de forma notable el número de empresas de servicios de inversión extranjeras que se registraron en España, especialmente en régimen de libre prestación. Las sociedades y agencias de valores españolas mejoraron sus ingresos y sus resultados, pero a lo largo del ejercicio perdieron peso relativo dentro del mercado —por ejemplo, en su participación en el volumen de contratación de las Bolsas españolas—, siendo esta pérdida explicable en gran medida por el correlativo aumento del de las entidades de crédito españolas, que tendieron a integrar en su seno actividades

hasta entonces llevadas a cabo por sus filiales bursátiles. Las entidades de crédito españolas siguieron desplegando, como en ejercicios anteriores, una importante actividad en la prestación de servicios financieros relacionados con los mercados de valores. Así, del total de comisiones percibidas por las entidades de crédito, las comisiones por servicios relacionados con valores (aseguramiento y colocación, compraventa, administración y custodia, gestión de patrimonios) y las relacionadas con la comercialización de fondos de inversión representaron el 9,1% y el 16,8%, respectivamente.

En materia de regulación financiera el año 2004 representó la culminación, en el seno de la Unión Europea, del Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF) que el Consejo de Ministros de Economía y Finanzas de la Unión Europea aprobó en 1999 a fin de impulsar la plena integración de los mercados financieros de la Unión. Destacó, en particular, la aprobación de las Directivas marco sobre Ofertas Públicas de Adquisición (OPA), de Mercados de Instrumentos Financieros y de Transparencia, así como la aprobación por la Comisión Europea del Reglamento que desarrolla la de Folletos. La aprobación de tales Directivas entrañó el inicio de un intenso trabajo de asesoramiento a la Comisión Europea y de coordinación por los supervisores de los mercados de valores de la Unión Europea, integrados en el llamado «Comité CESR». La CNMV participó muy activamente en sus trabajos y, a través de su Comité Consultivo, contribuyó a difundirlos en España. La transposición al Derecho español de ese amplio conjunto legislativo constituirá la gran prioridad en el ámbito normativo a lo largo de los próximos meses y años. En el plano internacional, la CNMV colaboró asimismo con la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO), cuya sede fue inaugurada en Madrid en febrero de 2004 por S.A.R. el Príncipe de Asturias.

Durante 2004 la CNMV siguió desarrollando las amplias tareas de supervisión, inspección y sanción que tiene atribuidas por Ley, que afectan, como se expone en más detalle en este Informe, a un número amplísimo de intermediarios financieros, mercados de valores, sistemas de compensación y liquidación, y emisores de valores. En lo que atañe a entidades, la actividad de la CNMV tuvo por objeto especial los requisitos de solvencia y prudenciales, normas de conducta, medios y procedimientos de control interno y de riesgos de las sociedades y agencias de valores, las sociedades gestoras de cartera, las instituciones de inversión colectiva y sus entidades depositarias, y las sociedades gestoras de fondos de titulización. Con vistas a reforzar la coordinación con los restantes supervisores españoles, la CNMV firmó sendos Convenios de Cooperación con el Banco de España y la Dirección General de Segu-

ros. Durante el ejercicio se perfiló el plan de supervisión del cumplimiento de las normas de conducta en la prestación de servicios de inversión por las entidades de crédito, cuya puesta en práctica se iniciará en 2005. En lo relativo a la supervisión de la actividad en los mercados —incluidas las investigaciones de prácticas abusivas del mercado, como manipulación de precios e información privilegiada—, la CNMV mejoró su sistema electrónico de alertas.

Junto a esas tareas de supervisión, inspección y sanción, la CNMV desarrolló una intensa actividad de atención a los inversores, que incluyó, además del control de la puesta en funcionamiento por parte de las entidades financieras de la figura del «Defensor del cliente», la atención de las consultas y reclamaciones, las actividades de formación e información, y las advertencias al público sobre el ofrecimiento de servicios financieros por entidades no autorizadas. Como complemento de tales esfuerzos, la CNMV puso especial énfasis en la mayor claridad de los folletos registrados, especialmente en productos de naturaleza compleja como las participaciones preferentes, la deuda subordinada, los contratos de compraventa de opciones o los fondos de inversión garantizados.

Por lo que se refiere a la organización de la propia CNMV, cabe destacar, además de la entrada en funcionamiento de dos nuevas direcciones —la Dirección de Control Interno y la ya citada Dirección de Informes Financieros y Contables—, la aprobación de la práctica totalidad de los procedimientos internos establecidos en el Reglamento de Régimen Interior, y el previsto reforzamiento del gran plantel de profesionales ya existente en la CNMV mediante la convocatoria de 60 nuevas plazas.

Mirando hacia el futuro, la plena integración en el mercado financiero europeo, al tiempo que constituirá una oportunidad de expansión exterior para las instituciones financieras españolas, exigirá un notable esfuerzo de adaptación de la normativa española a la nueva legislación comunitaria, requerirá una estrecha colaboración entre supervisores de distintos países, y entrañará para todos los agentes del mercado un régimen de mayor competencia que no se limitará a la tradicional competencia entre intermediarios financieros, sino que podrá también tener efectos sobre la configuración y localización de los grandes mercados financieros. Consciente de tales retos, a principios de 2005 el Gobierno español y la CNMV adoptaron medidas para fomentar la competitividad de los mercados españoles de renta fija, orientadas, en especial, a agilizar el proceso de registro de emisiones y reducir su coste.

Las sociedades cotizadas deberán proseguir los avances conseguidos en materia de transparencia informativa y prácticas de buen gobierno y adaptarse plenamente a lo largo de 2005 a las nuevas Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). La CNMV seguirá realizando un esfuerzo especial para tutelar la correcta transición a la nueva normativa contable. Sin perjuicio del rigor en el cumplimiento de tales obligaciones, la CNMV y las autoridades económicas deberán también fijarse por norte que la cotización en los mercados de renta variable constituya una alternativa atractiva para las empresas españolas, no sólo para las más grandes.

Finalmente, las entidades financieras españolas han hecho notables progresos en la adopción de buenas prácticas en la comercialización de valores y en la prestación de servicios de inversión a sus clientes. No obstante, deberán proseguir tales esfuerzos con el fin de adaptarse a las exigencias adicionales que en esta materia establecen las normas de conducta establecidas en la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros.

Los mercados de valores españoles vivirán en los años venideros en un entorno de mayor competencia, innovación financiera y cambio. Estoy seguro de que las autoridades económicas, la CNMV y cuantos agentes, entidades e instituciones configuramos ese mercado haremos frente a esos retos con profesionalidad, ilusión y eficacia.

**Manuel Conthe**  
*Presidente de la CNMV*

Informe Anual CNMV 2004

# Parte I

Mercados y emisores



# [1] Panorámica general

## 1.1. Panorámica internacional

En líneas generales, la evolución de la economía internacional propició en 2004 un entorno favorable para los mercados financieros: el crecimiento económico se aceleró, se redujo el desempleo, y la inflación, aunque reflejó el incremento del precio del petróleo durante el último trimestre del año<sup>1</sup>, no aumentó excesivamente. La afirmación del crecimiento económico determinó que, en algunos países, las autoridades monetarias comenzasen a controlar o restringir las condiciones de liquidez, dando lugar a aumentos en los tipos de interés. Estos movimientos se produjeron de forma gradual y las entidades financieras se adaptaron bien a ellos.

### Evolución de las principales economías<sup>2</sup>

La economía norteamericana creció un 4,4% durante 2004, 1,4 puntos más que el año anterior (véase gráfico 1). El consumo de los hogares y la inversión fueron los motores de este crecimiento, ya que se produjo una fuerte aportación negativa del sector exterior al crecer el déficit por cuenta corriente hasta alcanzar el 5,7% del PIB. Los precios al consumo crecieron un 3,3% interanual, frente al 1,9% del año anterior, debido al impacto de los precios del petróleo y a la fuerte depreciación del dólar.

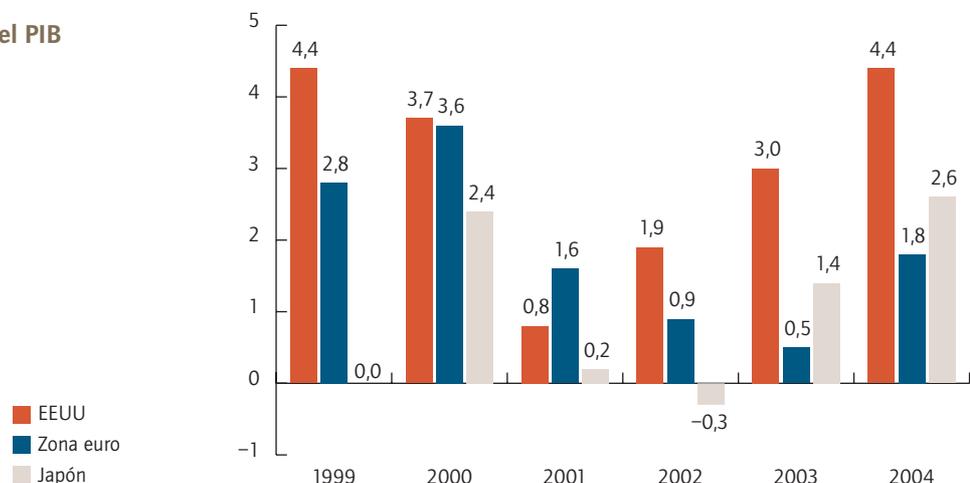
El número de empleados se incrementó en 2,2 millones de personas, tras varios años de estancamiento del mercado laboral. En cuanto al déficit público, se produjo un ligero recorte del mismo, al pasar del 4,6% del PIB al 4,4%.

Las economías de la zona euro registraron un crecimiento económico global del 1,8%, frente al 0,5% de 2003. A pesar de este aumento, la tasa de paro se mantuvo en el 8,9%, principalmente por la debilidad de Alemania, cuyo PIB tan sólo se incrementó en el 1%. La apreciación del euro frente al dólar eliminó gran parte del efecto inflacionista del aumento del coste del petróleo, pero aun así los precios crecieron un 2,4% en 2004, una tasa cuatro décimas superior a la del año pasado. El déficit público del área aumentó una décima del PIB, hasta el 2,9% y varios países siguieron incumpliendo el límite del 3% contemplado en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. De las grandes economías europeas, sólo la británica creció a un ritmo superior al 3%, manteniendo además controlada su inflación y con un mercado laboral en situación de pleno empleo.

En cuanto a otras economías de especial interés para los participantes en los mercados de valores españoles, cabe destacar el fuerte crecimiento de Latinoamérica, que se cifró en el

Gráfico 1.1

### Tasa de crecimiento anual del PIB



<sup>1</sup> El máximo histórico del precio del barril de crudo Brent, 52,1 dólares por barril, se alcanzó el 12/10/2004. Durante el último trimestre del año, el precio medio diario fue de 44,3 dólares. Su precio medio se situó en 38,2 dólares en 2004, 9,3 dólares más que en 2003.

<sup>2</sup> Para mayor detalle, véase anexo A.1.1.

5,5% del PIB para el área en su conjunto. Las economías latinoamericanas redujeron, además, su inflación y estabilizaron sus divisas. También cabe reseñar que Japón, tras las deflaciones de años anteriores, registró un crecimiento muy superior al de 2003, alcanzando el 2,6% anual; sin embargo, todo el crecimiento se produjo durante el primer trimestre, ya que durante los tres siguientes el PIB registró tasas de variación negativas. La debilidad de la economía japonesa se reflejó en un bajo crecimiento de los precios al consumo (0,2% inter-anual en diciembre).

### Tipos de interés oficiales

Los cambios en las condiciones financieras inducidos por la política monetaria fueron más acusados en Estados Unidos que en Europa, debido a su mayor crecimiento y a la existencia de mayores expectativas inflacionistas. Como se aprecia en el gráfico 1.2, la Reserva Federal comenzó a endurecer paulatinamente su política monetaria a partir de junio y los tipos de interés de los fondos federales aumentaron 125 puntos básicos (p.b.) hasta final de año, pasando del 1% al 1,25%. Por el contrario, el Banco Central Europeo no modificó su tipo de intervención, que se mantuvo en el 2%, al tener en cuenta la debilidad económica que aún mostraba la economía europea y al considerar transitorio el aumento de la inflación.

Debido al sesgo de la política monetaria, las rentabilidades de los depósitos bancarios evolucionaron de manera distinta en EEUU y la Unión Monetaria Europea (UME). Así, la rentabilidad de los depósitos a un año en euros se elevó en 5 p.b. duran-

te 2004, hasta alcanzar el 2,36%, mientras que la rentabilidad de los depósitos en dólares se incrementó en 164 p.b., hasta el 3,10%. La pendiente de la curva temporal de tipos del euro y del dólar reflejaron las distintas expectativas sobre los tipos de intervención, ya que la primera se redujo y la segunda aumentó<sup>3</sup>.

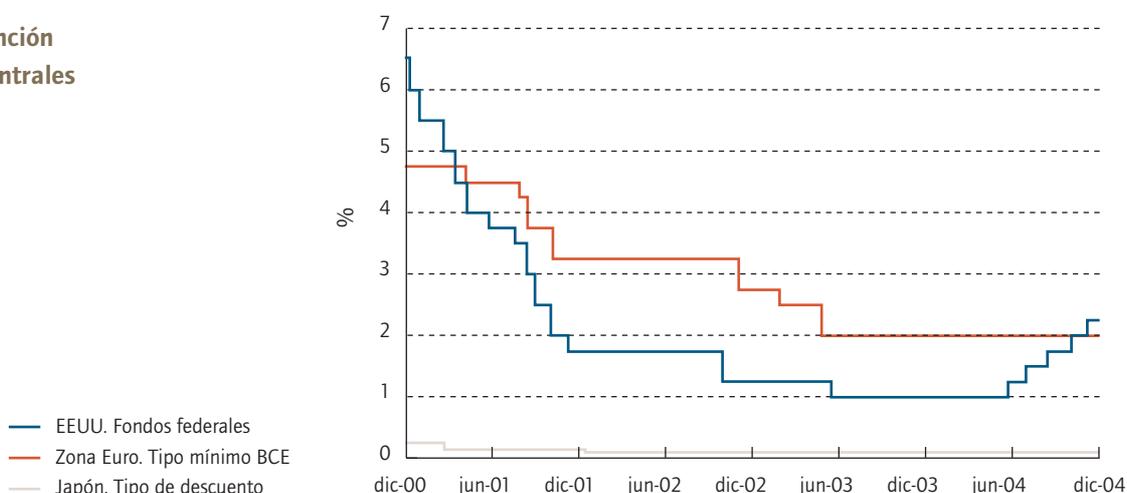
### Tipos de cambio

Un factor que influyó, sin duda, en las decisiones de política monetaria reseñadas fue la debilidad del dólar frente al euro. Como se aprecia en el gráfico 1.3, el dólar se depreció de forma significativa, sobre todo durante el último trimestre. Al finalizar el año, el tipo de cambio se situó en 1,36 dólares por euro, un 7,8% más que en diciembre de 2003. Entre las causas que propiciaron la debilidad del dólar cabe destacar, sobre todo, el fuerte déficit de la balanza por cuenta corriente de EEUU.

### Mercados de deuda

La distinta situación de la economía norteamericana respecto de la europea, así como sus diferencias en materia de política monetaria, se reflejaron con nitidez en la evolución de sus respectivos mercados de deuda pública (véase gráfico 1.4). La rentabilidad de la deuda americana a diez años, que inició el año en niveles similares a la europea, experimentó un notable repunte en los meses de abril y mayo. Aunque su rentabilidad descendió posteriormente, la deuda americana cerró el año con un significativo diferencial positivo sobre la deuda de la zona euro. Así, al cierre de 2003, la rentabilidad de la deuda pública norteamericana a diez años se

Gráfico 1.2  
Tipos de intervención de los bancos centrales



<sup>3</sup> Para el dólar, la diferencia al cierre del ejercicio entre la rentabilidad de los depósitos a un año y los depósitos a un mes se situó en 68 p.b., frente a 34 p.b. en 2003. Para el euro, esta diferencia pasó de 21 p.b. en 2003 a 18 p.b. en 2004.

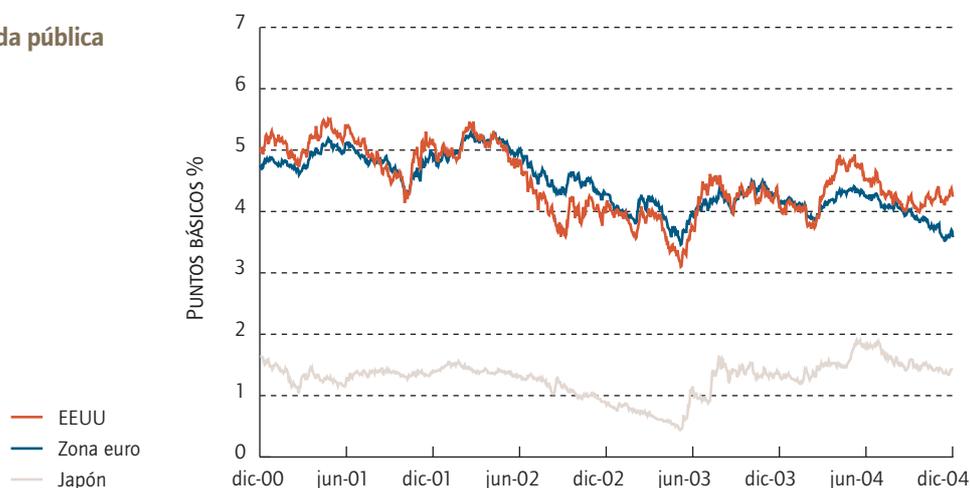
Gráfico 1.3

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



Gráfico 1.4

**Tipos de interés de la deuda pública a diez años**



situaba en el 4,27%, frente al 4,29% de la deuda alemana, mientras que al finalizar 2004 los tipos respectivos eran del 4,27% y del 3,68%.

En cuanto a la pendiente de la curva de rentabilidad a plazo de la deuda, se produjo durante el año una reducción de la misma, tanto para el dólar como para el euro<sup>4</sup>. Sin embargo, mientras que esta reducción se debió, para Estados Unidos, al aumento de las rentabilidades de los vencimientos a corto plazo, en la UME fue consecuencia del descenso de las rentabilidades de los títulos a largo plazo.

En cuanto a los mercados de deuda privada, la mejora en los resultados y en las perspectivas de las empresas, así como los niveles todavía reducidos de los tipos de interés, permiti-

tieron mantener una situación favorable para la actividad emisora. En los mercados secundarios, los diferenciales de rentabilidad respecto a la deuda pública<sup>5</sup> se mantuvieron en niveles moderados, sin variaciones significativas a lo largo del año. Esta moderación también se observó en la evolución del diferencial entre distintas calidades crediticias del emisor para las emisiones en euros de la renta fija privada. Sin embargo, no ocurrió así para las emisiones en dólares, donde el diferencial se situó por encima del europeo durante la mayor parte del año y fluctuó ampliamente (véase gráfico 1.5).

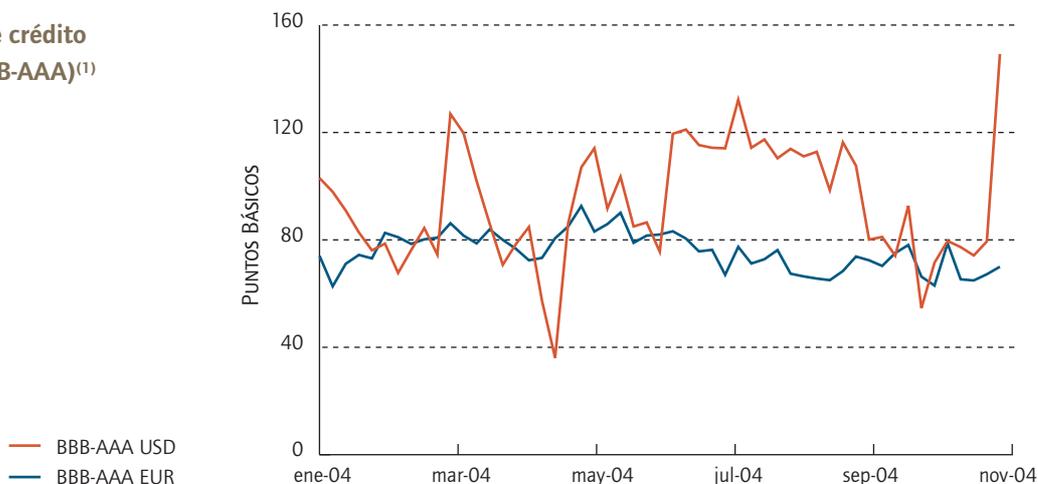
**Mercados de renta variable**

Los principales índices bursátiles internacionales cerraron el año con ganancias, en un entorno caracterizado por la mejora de los resultados empresariales y el descenso de la volati-

<sup>4</sup> En Estados Unidos, a diferencia entre la rentabilidad de la deuda con vencimiento a diez años y la de vencimiento a dos años pasó desde 184 p.b. a finales de 2003 a 97 p.b. al cierre de 2004, mientras que en la UME, este diferencial pasó de 138 p.b. a 107 p.b., respectivamente.

<sup>5</sup> Este diferencial refleja, fundamentalmente, la prima asociada al riesgo de crédito de la emisión que suele depender de la calidad crediticia del emisor.

Gráfico 1.5  
**Pendiente de la curva de crédito de la deuda privada (BBB-AAA)<sup>(1)</sup>**



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

Gráfico 1.6  
**Evolución de los principales índices bursátiles internacionales**



Datos diarios. Base 100: Nivel de los índices a 31/12/2003.

lidad. Como se aprecia en el cuadro 1.1, la rentabilidad bursátil en 2004 fue notablemente inferior a la de 2003 debido a la política monetaria más restrictiva en Estados Unidos y a la debilidad económica europea. Además, debe tenerse en cuenta que las fuertes ganancias obtenidas en 2003, tras varios años de resultados negativos, redujeron los márgenes de crecimiento adicional de los índices en 2004.

La contratación se incrementó de manera generalizada en los mercados desarrollados. Sin embargo, debe señalarse que

los aumentos reflejaron, en muchos casos, el comportamiento alcista de los precios y el correspondiente aumento en el valor unitario de los activos contratados, más que una entrada neta de fondos al mercado<sup>6</sup>.

En 2004 no se produjeron cambios sustantivos en la organización de las infraestructuras de negociación y de compensación y liquidación en la Unión Europea. Cabe recordar que durante los últimos años los grandes mercados europeos han seguido estrategias diferenciadas para hacer frente al aumen-

<sup>6</sup> Esta afirmación puede corroborarse mediante la comparación de la contratación de 2004 y 2003 a precios constantes de enero de 2003, utilizando como deflactor el índice representativo del mercado. De este modo, se observa que en 2004, la contratación bursátil española disminuyó un 3,8% respecto a 2003, y la alemana un 15,6%, mientras que la londinense aumentó un 10,6%.

Cuadro 1.1

## Los mercados de renta variable: índices y contratación

Bolsa	Nombre	Índices		Contratación	
		Var. (%) 2003	Var. (%) 2004	Millardos de euros	Var. (%) <sup>(1)</sup>
<b>Países desarrollados</b>					
Nueva York	Dow Jones Ind. Av.	25,3	3,1	9.316,7	19,9
Nasdaq	Nasdaq Composite	50,0	8,6	7.021,6	24,0
Tokio	Nikkei	24,5	7,6	2.591,0	41,8
Londres	FTSE 100	13,6	7,5	4.149,4	28,2
Zona euro <sup>(2)</sup>	EuroStoxx 50	15,7	6,9	4.917,1	15,4
Euronext <sup>(3)</sup>	Euronext 100	12,7	8,0	1.986,4	18,8
Alemania	DAX 30	37,1	7,3	1.237,6	8,3
Italia	MIB 30	11,8	16,9	778,4	7,8
España	Ibex-35	28,2	17,4	642,1	29,6
<b>Latinoamérica</b>					
Buenos Aires	Merval	104,2	28,3	3,9	56,5
Sao Paulo	Bovespa	97,3	17,8	83,6	48,5
Santiago de Chile	IGPA	46,2	22,1	9,7	62,0
México	IPC	43,5	46,9	36,3	82,2
Lima	IGRA	74,9	52,4	1,2	34,2

(1) En moneda local.

(2) Volumen contratado en las bolsas de los países de la zona euro.

(3) Corresponde a las bolsas integradas en Euronext: París, Bruselas, Ámsterdam, Lisboa y Oporto.

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

to de la competencia en la provisión de estos servicios. Así, la bolsa alemana<sup>7</sup> optó por una estrategia corporativa de integración vertical<sup>8</sup> entre mercados y sistemas de compensación y liquidación, que se hizo especialmente patente tras la adquisición del 100% de Clearstream<sup>9</sup> en 2002. En cambio, el grupo Euronext ha apostado, principalmente, por la integración horizontal<sup>10</sup>, al incluir en su seno a las bolsas de Francia, Holanda, Bélgica y Portugal, así como al mercado de derivados LIFFE radicado en Londres. No obstante, Euronext posee también una participación importante en el sistema de compensación LCH.Clearnet y una reducida presencia en el de liquidación Euroclear.

Por su parte, España e Italia han optado por procesos de integración de los distintos mercados y sistemas de compensación y liquidación de carácter exclusivamente nacional. Así,

las principales infraestructuras italianas están agrupadas en Borsa Italiana, mientras que las españolas lo están desde 2003 en Bolsas y Mercados Españoles (BME)<sup>11</sup>. Cabe reseñar, asimismo, que en el norte de Europa se está desarrollando un proceso de fusiones<sup>12</sup> y alianzas entre mercados de distintos países.

## 1.2. Panorámica de los mercados españoles

### 1.2.1. El marco económico y financiero nacional

La evolución de la economía española proporcionó a los mercados financieros nacionales un entorno razonablemente positivo para el desarrollo de sus actividades. El crecimiento español se situó en el 2,7%<sup>13</sup>, claramente por encima de la media de la Unión Europea. La demanda interna fue el motor de la economía española, al aportar 4,4 puntos porcentuales al crecimiento del PIB.

<sup>7</sup> Grupo Deutsche Börse.

<sup>8</sup> La estrategia de integración vertical persigue incorporar en una misma sociedad todos los servicios relacionados con la compraventa de valores (contratación, compensación, liquidación y custodia, información de mercado, etc.).

<sup>9</sup> Anteriormente Cedel, depositario internacional de valores domiciliado en Luxemburgo.

<sup>10</sup> La estrategia de integración horizontal busca crear un mercado que preste el mismo tipo de servicios en materia de valores en varios países. Esta estrategia ha sido utilizada con mayor frecuencia en el caso de la renta variable bien mediante la unión empresarial de dos o más mercados o bien mediante la creación de plataformas comunes de negociación.

<sup>11</sup> BME sigue el modelo de integración vertical. Véase apartado 6 del capítulo 2 para mayor detalle.

<sup>12</sup> En 2004 se anunció la fusión de OMX y la bolsa de Dinamarca, Copenhagen Stock Exchange. OMX es el mercado resultante de la fusión del mercado sueco OM y HEX, que integra los mercados de Finlandia y los países bálticos (Estonia, Letonia y Lituania).

<sup>13</sup> Los datos sobre crecimiento de la economía española que se facilita en este informe proceden de la Contabilidad Nacional base 1995 (CNE base 1995). Con posterioridad a la elaboración del Informe, el INE ha publicado los primeros datos de la CNE base 2000, que comportan un notable cambio metodológico.

Cuadro 1.2

**Indicadores de la economía española**

Tasa de variación anual, salvo otra indicación	2000	2001	2002	2003	2004
<b>PIB (precios constantes)</b>					
PIB (a precios de mercado)	4,4	2,8	2,2	2,5	2,7
Demanda interna <sup>(1)</sup>	4,7	3,0	2,9	3,3	4,4
Consumo de los hogares <sup>(2)</sup>	4,1	2,8	2,9	2,9	3,5
Consumo de las AAPP	5,6	3,5	4,1	3,9	4,9
Formación bruta de capital fijo	5,7	3,0	1,7	3,2	4,6
Bienes de equipo y otros productos	5,2	0,4	-2,6	1,7	4,9
Construcción	6,2	5,3	5,2	4,3	4,4
Demanda externa neta <sup>(1)</sup>	-0,3	-0,2	-0,6	-0,8	-1,7
Exportaciones	10,1	3,6	1,2	2,6	4,5
Importaciones	10,5	3,9	3,1	4,8	9,0
<b>Otros indicadores</b>					
IPC. Diciembre/diciembre	4,0	2,7	4,0	2,6	3,2
Crecimiento del empleo: EPA IV trimestre <sup>(3)</sup>	5,5	3,1	1,6	3,0	2,7
Tasa de paro: EPA IV trimestre (% s/población activa)	13,4	10,5	11,5	11,2	10,4
Balanza de pagos por cuenta corriente y capital (% s/PIB)	-2,6	-2,0	-1,3	-1,6	-4,2
Saldo presupuestario de las AAPP (% s/PIB) <sup>(4)</sup>	-0,9	-0,4	0,0	0,4	-0,3

(1) Aportación al crecimiento del PIB.

(2) Incluye los datos de las ISFLSH (Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares).

(3) Los datos de la EPA desde 2001 responden a la nueva metodología del INE para esta encuesta.

(4) Según protocolo del déficit excesivo.

Fuentes: INE, Banco de España, Ministerio de Economía y Comisión Europea.

Por el contrario, la aportación del sector exterior fue negativa, debido al fuerte crecimiento de las importaciones (véase cuadro 1.2).

Aunque la inflación aumentó en seis décimas respecto al año anterior, situándose en el 3,2%, los bajos tipos de interés de la zona euro y el buen comportamiento de las cuentas públicas, que registraron un déficit equivalente a tres décimas de PIB, permitieron que los agentes económicos privados pudieran adoptar sus decisiones de financiación e inversión con cierto desahogo.

El aumento de la inversión propició un nuevo incremento de la necesidad de recursos financieros externos por parte de las empresas no financieras, como se aprecia en el gráfico 1.7. La aportación de nuevos fondos recayó, fundamentalmente, en el sector no residente, ya que los hogares (por primera vez) y las Administraciones públicas fueron demandantes netos de fondos, mientras que las entidades financieras mantuvieron una aportación positiva, pero insuficiente. En consecuencia, en 2004 se incrementó la importación de capital, circunstancia que también se refleja en el mayor déficit de la balanza por cuenta corriente y capital.

### 1.2.2. La inversión de particulares y familias en activos financieros

Durante 2004, la adquisición de activos financieros por parte de las familias se incrementó un 12,3% respecto a 2003, concentrándose fundamentalmente en los de menor riesgo; de hecho, la inversión en efectivo y los depósitos supuso más de la mitad de las adquisiciones de activos y registró el mayor crecimiento respecto a 2003 (véase cuadro 1.3).

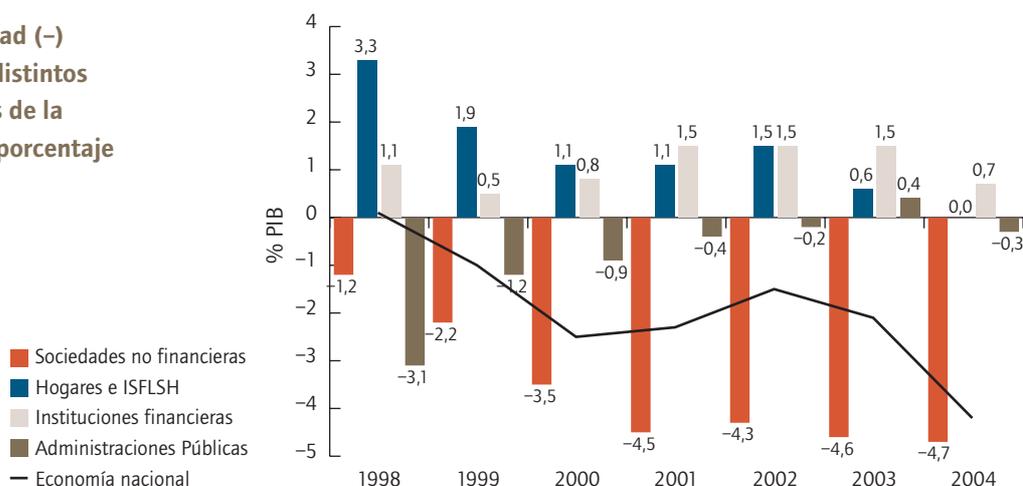
El cuadro 1.4 muestra el saldo y la composición de los activos financieros poseídos por los hogares al finalizar 2004. Como puede observarse, el valor de los activos financieros en manos de este sector ascendía a 1.365.410 millones de euros, lo que supuso un aumento del 9,2% respecto a 2003. Medidos en porcentaje sobre el PIB, los activos financieros en manos de los hogares pasaron de representar un 168% en 2003 a un 171% en 2004<sup>14</sup>.

En lo que atañe a la distribución por tipos de activos, sigue siendo destacado el peso del efectivo y los depósitos bancarios. Debe

<sup>14</sup> La riqueza financiera de las familias (activos financieros totales menos pasivos financieros totales) se situó en el 92% del PIB en el tercer trimestre de 2004, mientras que la riqueza inmobiliaria superaba en más de cinco veces el PIB en esa misma fecha.

Gráfico 1.7

**Capacidad (+)/ necesidad (-) de financiación de los distintos sectores institucionales de la economía española en porcentaje sobre el PIB**



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

Cuadro 1.3

**Adquisición neta de activos financieros de los hogares<sup>(1)</sup>**

Importes en millones de euros	2000	2001	2002	2003	2004	% var.
Efectivo y depósitos	42.646	29.443	37.017	29.663	46.161	55,6
Valores distintos de acciones	-57	1.115	542	3.569	1.841	-48,4
Préstamos	-	-	-	-	-	-
Acciones y otras participaciones	-10.665	3.627	6.241	22.386	14.143	-36,8
Acciones	6.306	-3.541	2.641	3.073	755	-75,4
Otras participaciones	2.919	2.180	2.339	1.907	1.863	-2,3
Participaciones en fondos de inversión	-19.890	4.988	1.262	17.407	11.524	-33,8
Reservas técnicas de seguro	21.073	17.520	18.248	14.255	14.796	3,8
Otras cuentas pendientes de cobro	5.325	-207	-874	5.146	7.338	42,6
<b>Total</b>	<b>58.323</b>	<b>51.498</b>	<b>61.175</b>	<b>75.019</b>	<b>84.278</b>	<b>12,3</b>

(1) Incluye a las instituciones privadas sin ánimo de lucro.

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

señalarse, sin embargo, el aumento de la importancia relativa de las acciones en la cartera total de activos (del 25,9% al 26,2%) y, en menor medida, de los fondos de inversión (del 12,3% al 12,4%), en ambos casos debido a la revalorización inducida por el aumento de las cotizaciones bursátiles durante el ejercicio.

### 1.2.3. La inversión extranjera en España

El sector no residente se ha convertido en uno de los mayores inversores en activos financieros nacionales a lo largo de los últimos años. La adquisición de activos financieros por parte de este sector en 2004 alcanzó un importe equivalente al 17,8% del PIB (142.156 millones de euros), mientras que la adquisi-

ción de pasivos en este mismo período quedó en el 13,6% del PIB (108.417 millones de euros)<sup>15</sup>.

En lo que se refiere a los activos financieros adquiridos por este sector (véase cuadro 1.5), destaca el elevado volumen de inversión en valores de renta fija (valores distintos de acciones), más concretamente valores a largo plazo emitidos por instituciones financieras, que concentraron más del 55% del total invertido en el período de referencia<sup>16</sup>. Por otro lado, cabe señalar la recuperación de la inversión del sector no residente en acciones cotizadas, que en 2003 había sido negativa. La inversión en acciones no cotizadas fue positiva, pero inferior a la registrada en 2003.

<sup>15</sup> La capacidad de financiación de este sector se corresponde, por equivalencia contable, con la necesidad de financiación del conjunto de la economía nacional que se situó ligeramente por encima del 4% del PIB al finalizar 2004.

<sup>16</sup> Relacionado con esta materia, se puede comprobar el auge de las emisiones de renta fija privada en España, especialmente las respaldadas por activos, que se comenta en el capítulo 3.

Cuadro 1.4

**Composición del activo financiero de los hogares<sup>(1)</sup> (%)**

	Saldo (millones de euros)	Efectivo y depósitos	Valores de renta fija	Acciones	Fondos de inversión	Reservas técnicas de seguros	Otros
1996	699.409	46,7	3,4	20,2	13,9	10,8	4,1
1997	796.433	40,7	2,8	24,1	17,7	11,3	3,4
1998	937.043	35,7	2,5	28,8	18,7	11,1	3,2
1999	1.032.813	36,3	2,4	29,5	16,5	12,0	3,3
2000	1.053.430	39,6	2,6	26,9	13,6	13,8	3,7
2001	1.117.960	39,9	2,4	27,4	12,6	14,3	3,4
2002	1.092.880	43,3	2,5	22,3	12,1	16,0	3,8
2003	1.250.856	40,0	3,1	25,9	12,3	15,3	3,6
2004	1.365.410	39,8	2,9	26,2	12,4	15,1	3,7

Promemoria: descomposición de la variación del valor de la cartera entre dic-03 y dic-04

Variación, %	9,2	8,7	1,1	10,5	10,0	8,1	13,5
Variación valor absoluto	114.554	43.562	431	33.803	15.339	15.410	6.009
– adquisición de activos	84.278	46.161	1.841	2.619	11.524	14.796	7.338
– efecto precio aproximado	30.276	-2.599	-1.410	31.184	3.815	614	-1.329

(1) Incluye a las instituciones privadas sin ánimo de lucro.

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

Cuadro 1.5

**Adquisición neta de activos financieros del sector no residente**

Importes en millones de euros

	2000	2001	2002	2003	2004	% var.
Efectivo y depósitos <sup>(1)</sup>	40.849	18.137	30.636	55.994	14.823	-73,5
Valores distintos de acciones	42.975	20.211	31.147	41.651	101.975	144,8
Préstamos	21.494	26.875	21.612	20.523	6.891	-66,4
Acciones y otras participaciones	57.505	30.368	28.925	5.943	14.167	138,4
Acciones	54.174	25.835	19.229	-1.543	6.859	–
Otras participaciones	3.860	4.749	6.060	6.991	6.696	-4,2
Participaciones en fondos de inversión	-529	-217	3.637	495	612	23,6
Otras cuentas pendientes de cobro	6.585	943	1.306	1.515	4.300	183,8
<b>Total</b>	<b>169.407</b>	<b>96.534</b>	<b>113.627</b>	<b>125.626</b>	<b>142.156</b>	<b>13,2</b>

(1) Incluye el oro monetario y los DEG.

Fuente: Banco de España.

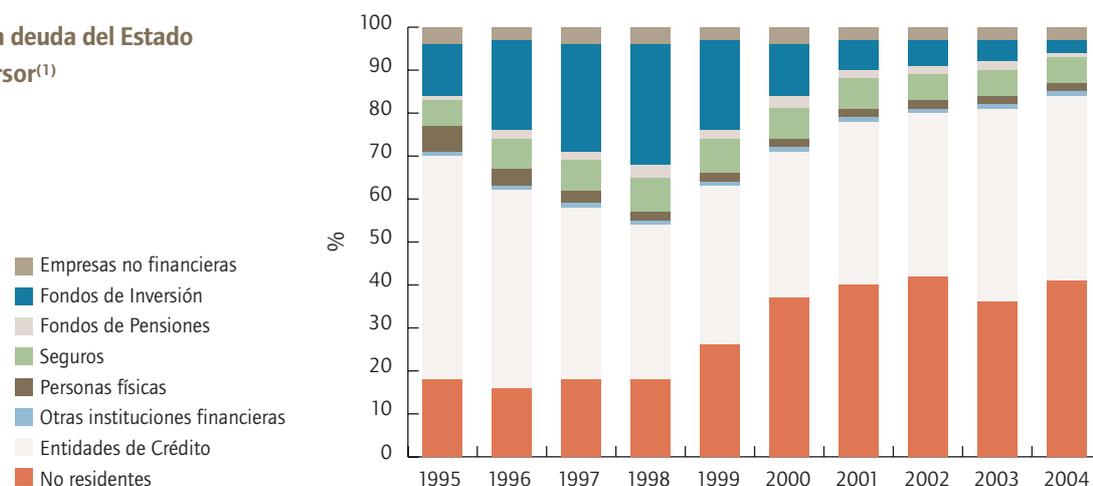
Este comportamiento inversor produjo algunas modificaciones en la composición de la cartera de activos financieros del sector, cuyo valor ascendía a 1,3 billones de euros al finalizar 2004<sup>17</sup>. El saldo en acciones continuaba siendo el más voluminoso, si bien su peso dentro del total disminuyó ligeramente desde el 29,6% en 2003 hasta el 29,1% en 2004. La cartera en valores de renta fija aumentó significativamente su peso, que pasó del 22,7% al 27,8%. Destaca,

por otro lado, la escasa importancia de la inversión del sector no residente en participaciones de fondos de inversión españoles, que apenas ha alcanzado el 1% de su cartera a lo largo de los últimos años.

El sector no residente ha venido aumentando gradualmente su participación en los mercados españoles de renta variable y renta fija, especialmente desde la adopción del euro. En espe-

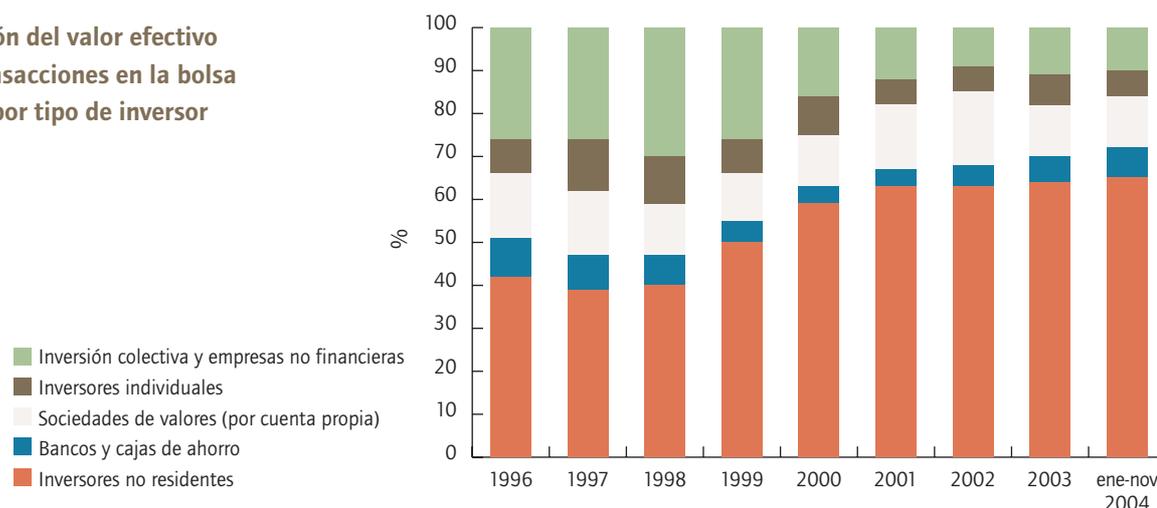
<sup>17</sup> Los datos disponibles de la Balanza de Pagos, que desglosan la inversión exterior en las modalidades de inversión directa y de cartera, indican que en 2004 el valor de la inversión directa del exterior en España (que comprende la inversión en acciones no cotizadas, otras formas de participación, financiación a empresas relacionadas e inversión en inmuebles) superaba ligeramente los 260 millardos de euros, la mitad que el valor de la inversión de cartera del exterior en España en la misma fecha (ésta comprende la inversión en acciones cotizadas y participaciones en fondos de inversión, bonos y obligaciones e instrumentos del mercado monetario).

**Gráfico 1.8**  
**Distribución de la deuda del Estado por tipo de inversor<sup>(1)</sup>**



(1) No incluye los strips de deuda.  
Fuente: Tesoro Público.

**Gráfico 1.9**  
**Distribución del valor efectivo de las transacciones en la bolsa española por tipo de inversor**



Fuente: Informe de Mercado 2004. Bolsa de Madrid.

cial, el aumento de la presencia de los no residentes en los mercados de deuda pública ha sido significativo: el porcentaje de deuda del Estado no segregada en manos de extranjeros prácticamente se ha doblado desde finales de la década de los noventa cuando se encontraba por debajo del 20% hasta sobrepasar el 40% a finales de 2004 (véase gráfico 1.8).

En el caso de la renta variable, el sector no residente ha pasado de concentrar cerca del 40% del valor efectivo de las transacciones en la bolsa española en 1998 a suponer el 65% entre enero y noviembre de 2004 (véase gráfico 1.9).

### 1.2.4. Los mercados de valores españoles<sup>18</sup>

#### Renta variable<sup>19</sup>

El principal índice nacional de renta variable, el Ibex 35, cerró el pasado ejercicio con un aumento del 17,4%, tras haberse incrementado un 28,2% en 2003. Los índices sectoriales (véase anexo A.I.2) ponen de manifiesto que el aumento de los precios de las acciones fue significativo en casi todos los sectores. El avance de los precios se produjo en un clima de menor incertidumbre que se reflejó en un nuevo descenso de la volatilidad<sup>20</sup> (véase gráfico 1.10).

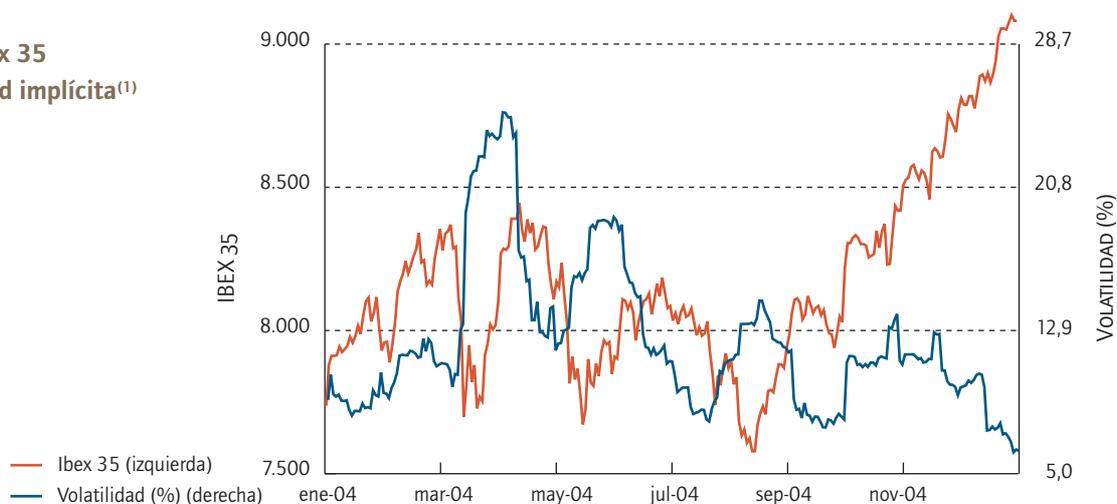
<sup>18</sup> En capítulos posteriores se analiza de una manera más detallada la evolución de los mercados españoles de valores, tanto en relación con su actividad como con su estructura. En este apartado se destacan los principales rasgos de su evolución.

<sup>19</sup> Véase capítulo 2 para mayor detalle.

<sup>20</sup> La volatilidad implícita del Ibex 35 se mantuvo en mínimos durante 2004, con una media anual del 14,8%. En 2003 esta volatilidad se situó en el 23,6%, y en 2002 en el 33,1%.

Gráfico 1.10

### Evolución del Ibex 35 y de su volatilidad implícita<sup>(1)</sup>



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

Cuadro 1.6

### Resultados antes de impuestos de las sociedades del IGBM

Importes en millones de euros

Sector	2000	2001	2002	2003	2004	% var.
Bienes de Consumo	1.008,3	1.372,1	1.607,6	838,7	1.139,5	35,86
Bienes de Inversión e Interm.	1.167,0	685,5	828,6	774,4	1.429,3	84,57
Energía	9.979,8	7.311,3	7.816,2	9.498,0	10.396,4	9,46
Construcción	1.478,1	1.816,3	2.141,1	2.226,0	3.069,0	37,87
Servicios financieros	10.160,1	10.635,2	9.580,7	11.406,6	12.656,0	10,95
Comunicaciones y servicios inf.	2.427,9	2.814,0	-26.480,1	5.179,7	7.308,9	41,11
Servicios de mercado	1.607,5	1.594,6	1.788,6	2.403,9	3.055,4	27,10
<b>Total índice</b>	<b>27.646,7</b>	<b>26.229,0</b>	<b>-2.717,2</b>	<b>32.327,2</b>	<b>39.054,4</b>	<b>20,81</b>
Pro memoria: Ibex 35	25.162,3	22.920,87	-3.874,97	32.012,2	37.702,1	17,77

Fuente: Bolsa de Madrid y elaboración propia.

Aunque menor que en el año anterior, la rentabilidad de la bolsa española superó a la de las principales bolsas europeas debido, principalmente, a la mejor situación económica española y al crecimiento de las economías latinoamericanas, área donde las grandes empresas nacionales tienen fuertes inversiones. El aumento de los resultados de las empresas (véase cuadro 1.6) provocó que el cociente de precios sobre beneficios (PER) se redujera desde 16 a finales de 2003 a 14,7 en diciembre de 2004, a pesar de la subida de los precios.

La capitalización bursátil aumentó el 20,6% y la contratación el 29,6%, porcentajes ambos superiores a los registrados por los principales mercados de renta variable. Los ratios de capitalización y contratación sobre PIB sugieren que el tamaño de la bolsa española guarda una relación más que razonable con el tamaño de la economía nacional cuando se comparan con otros países. Como se aprecia en el cuadro 1.7, la bolsa nacional alcanza en ambos indicadores un porcentaje

respecto al PIB similar al de Euronext y claramente superior a las bolsas alemana e italiana. Quedan por encima los mercados, más desarrollados, de Estados Unidos y Londres.

Cuadro 1.7

### Capitalización y contratación bursátil en 2004

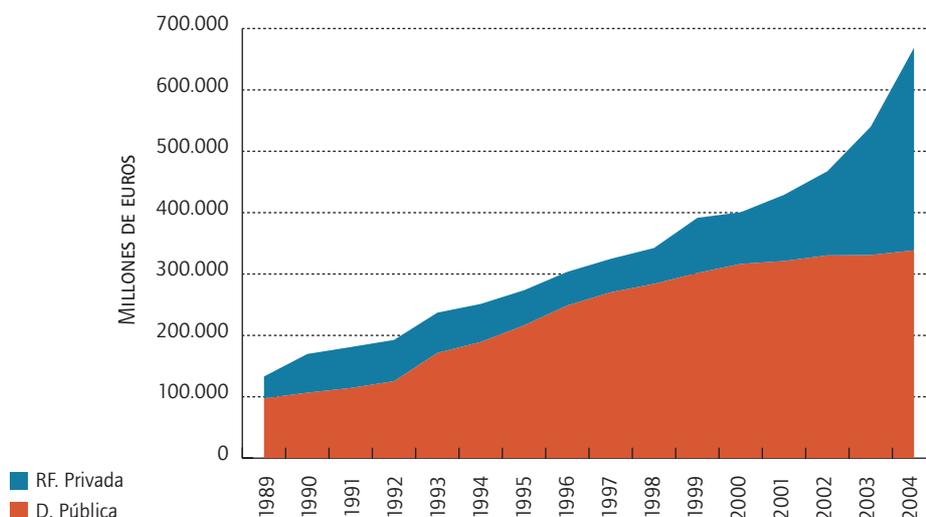
	Capitalización/ PIB (%)	Contratación/ PIB (%)
Nueva York	99,1	98,8
Estados Unidos <sup>(1)</sup>	126,7	173,2
Tokio	69,7	69,0
Londres	121,2	242,7
Euronext <sup>(2)</sup>	71,6	79,2
Alemania	40,4	56,8
Italia	43,0	57,6
España	70,6	81,0

(1) El numerador es la suma de NYSE más Nasdaq.

(2) El denominador es la suma de los PIB de Francia, Holanda, Bélgica y Portugal.

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

Gráfico 1.11  
Evolución del saldo vivo  
de la renta fija



### Renta fija<sup>21</sup>

El pasado ejercicio resultó muy favorable para las emisiones de renta fija efectuadas por el sector privado, que aumentaron el 23% y alcanzaron un importe de 189,5 millardos de euros. Como se indica en el capítulo 3, el protagonismo en la emisión correspondió a las instituciones financieras, con la finalidad principal de financiar su actividad crediticia en el mercado inmobiliario. La actividad emisora de las Administraciones Públicas fue más moderada, debido a la favorable evolución de las cuentas públicas. Sus emisiones brutas crecieron el 4,8% y alcanzaron un importe de 83,8 millardos de euros.

La contratación en mercado secundario siguió pautas distintas en los tres mercados oficiales donde se negocia la renta fija. AIAF, el principal mercado de renta fija privada, se vio favorecido por el fuerte aumento de la actividad emisora en este segmento. La contratación en AIAF aumentó un 49%, hasta alcanzar un importe de 572 millardos de euros<sup>22</sup>.

La contratación bursátil de renta fija creció, de forma más moderada, un 15,7%, alcanzando un importe de 77 millardos de euros. El grueso de la contratación correspondió a deudas emitidas por administraciones autonómicas, entre las que destaca la catalana.

En cuanto al Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, la contratación a vencimiento disminuyó el 2,7%, situándose

su importe en 2,2 billones de euros. El descenso se concentró en la negociación electrónica entre titulares de cuenta<sup>23</sup>. En operaciones con pacto de recompra y simultáneas, la contratación aumentó un 8,5%, alcanzando un importe de 20,6 billones de euros.

### Productos derivados<sup>24</sup>

En España existen en la actualidad dos mercados activos especializados en productos derivados: el Mercado Español de Futuros y Opciones Financieros (MEFF) y el Mercado de Futuros sobre Aceite de Oliva (MFAO). Junto a estos mercados, debe señalarse la existencia de un mercado secundario de *warrants* gestionado por las bolsas.

Como ya ocurriera en años anteriores, el grueso de la negociación realizada a través de MEFF se concentró en los contratos sobre acciones individuales cotizadas en la bolsa española y sobre el índice Ibx 35<sup>25</sup>, activos respecto a los cuales MEFF es el mercado de referencia internacional. El descenso de la volatilidad en el mercado de contado indujo un descenso del número de contratos negociados del primer tipo, compensado por un aumento en el segmento de contratos sobre el índice. Debe señalarse que en este segmento se apreció el efecto positivo de las mejoras introducidas por MEFF en su funcionamiento, fundamentalmente la ampliación del número de miembros no residentes y el programa de incentivos a los participantes que aportan liquidez. En conjunto, la negociación

<sup>21</sup> Véase capítulo 3 para un mayor detalle.

<sup>22</sup> La negociación por cuenta de terceros, es decir, entre las entidades financieras y sus clientes, ha ido ganando peso en AIAF durante los últimos años frente a la negociación por cuenta propia (de las entidades financieras entre sí). En 2004 supuso el 75% del total.

<sup>23</sup> Véase apartado 1.2 del capítulo 3 para una explicación de este descenso.

<sup>24</sup> Véase capítulo 6 para mayor detalle.

<sup>25</sup> Desde la introducción del euro, los contratos sobre deuda y tipos de interés han ido perdiendo peso en la actividad de este mercado y, en la actualidad, tienen carácter residual (98 contratos de este tipo negociados en 2004).

respecto a estos dos tipos de subyacente disminuyó ligeramente, en torno al 1,6%<sup>26</sup>.

MFAO es el primer mercado de futuros sobre mercaderías a nivel mundial que opera en contratos sobre aceite de oliva. Su actividad se inició en febrero de 2004, negociándose durante el ejercicio un total de 10.693 contratos.

En cuanto a la actividad en *warrants*, debe señalarse que el mercado primario se mostró en 2004 más activo que el año anterior. Las primas en emisión alcanzaron un importe de 1,5 millardos de euros, lo que supone un incremento del 15%. El mercado secundario, que discurre a través de una plataforma de negociación electrónica encuadrada en el Sistema de Interconexión Bursátil Español, siguió afianzándose, situándose el importe negociado en 1,8 millardos de euros, lo que supone un aumento del 13% respecto a 2003.

#### Inversión colectiva<sup>27</sup>

El pasado ejercicio fue un buen año para las distintas variantes de la inversión colectiva. El patrimonio administrado por los fondos de inversión de carácter mobiliario aumentó el 16,7%, hasta alcanzar los 236 millardos de euros, debido principalmente al aumento de las suscripciones<sup>28</sup>. Asimismo, fue un buen año para las SICAV, cuyo patrimonio creció casi un 15% y se situó en 23,2 millardos de euros. Finalmente, también los fondos inmobiliarios experimentaron un fuerte incremento de su patrimonio, por encima del 50%, aunque el importe invertido en esta modalidad sigue siendo todavía modesto en comparación con la inversión mobiliaria: 4,3 millardos de euros.

La inversión colectiva es una modalidad de inversión firmemente asentada entre los pequeños ahorradores españoles. Baste mencionar, a título de ejemplo, que el peso de las participaciones en fondos de inversión en el importe de los activos financieros totales de los hogares y otras instituciones sin ánimo de lucro ha estado siempre por encima del 12% desde mediados de los años noventa<sup>29</sup>. También es una acti-

vidad de notable peso dentro de la industria financiera nacional, tanto por el monto de los recursos administrados, unos 263,5 millardos de euros al cierre de 2004, como por su importancia en la generación de ingresos para las entidades financieras<sup>30</sup>.

Las comparaciones internacionales también ponen de relieve la importancia alcanzada por la inversión colectiva en España. Así, el patrimonio de los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM)<sup>31</sup> españoles equivalía en diciembre del pasado año al 29,7% del PIB, aproximadamente. Como se aprecia en el cuadro 1.8, este porcentaje se halla en línea o supera al correspondiente a los otros grandes países europeos, salvo Francia<sup>32</sup>.

Cuadro 1.8  
**Patrimonio de los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) en los principales países europeos**

*Importes en millones de euros*

País	Patrimonio <sup>(1)</sup>	% sobre el PIB <sup>(2)</sup>
Francia	981.600	60,4
Luxemburgo	980.373	3.848,7
Italia	373.410	27,6
Reino Unido	361.728	21,2
Irlanda	330.907	226,4
Alemania	226.579	10,4
España	236.088	29,7
Pro memoria:		
Zona euro	3.443.431	45,6
Zona euro sin Luxemburgo	2.463.058	32,7

(1) Patrimonio a 30/9/2004 salvo España, cuyo dato corresponde al cierre del ejercicio.

(2) PIB a precios corrientes de 2004.

Fuentes: FEFSI y Eurostat.

<sup>26</sup> Véase apartado 1 del capítulo 6 para una explicación del comportamiento de la contratación en estos segmentos.

<sup>27</sup> Véase capítulo 7 para un mayor detalle.

<sup>28</sup> El 75% del aumento del patrimonio correspondió a suscripciones netas de reembolsos y el resto a la revalorización de la cartera.

<sup>29</sup> Banco de España: Cuentas Financieras de la Economía Española.

<sup>30</sup> Como se expondrá en el capítulo 9, las comisiones por comercialización de fondos de inversión supusieron en 2003 el 15,8% de los ingresos totales por comisiones de las entidades de crédito. A estos ingresos por prestación de servicios deben añadirse los obtenidos por la participación en los beneficios de las sociedades gestoras de IIC filiales de estas entidades, sociedades que administran el grueso del patrimonio del sector.

<sup>31</sup> Denominación normalizada en el ámbito internacional de los fondos de carácter abierto, comercializados de forma pública, que invierten en valores mobiliarios y activos del mercado monetario.

<sup>32</sup> Irlanda y, sobre todo, Luxemburgo constituyen una excepción dentro del panorama europeo de la inversión colectiva. El patrimonio de las OICVM, que no guarda relación con el tamaño de las economías en estos países, responde claramente a una especialización en el ámbito de los centros financieros internacionales.

## [2] Bolsas de valores

Las bolsas españolas<sup>1</sup> tuvieron un comportamiento positivo en 2004, ya que, además del incremento en las cotizaciones, en un 17,4% el Ibex 35 (véase capítulo 1), se registró un fuerte crecimiento en el volumen de actividad, capitalización y emisión de títulos. En la evolución de los mercados bursátiles durante el ejercicio se pueden señalar, como principales rasgos, los siguientes:

- El crecimiento de los precios y la aportación de nuevos fondos al mercado, especialmente a través de las ampliaciones de capital, permitieron que la capitalización de los títulos cotizados en bolsa alcanzase un importe cercano a los 560.300 millones de euros, superando por primera vez el anterior nivel histórico máximo, alcanzado a finales del año 2000.
- La contratación en las bolsas, con un crecimiento anual del 30%, mantuvo su tendencia ascendente, debida, sobre todo, al incremento en el precio de las acciones intercambiadas.
- El importe efectivo de los títulos emitidos en 2004, 18.748 millones de euros, aumentó notablemente respecto al año anterior. Entre las ampliaciones de capital llevadas a cabo destacó especialmente la realizada por Banco Santander Central Hispano en el contexto de la adquisición de Abbey National Bank, que alcanzó un importe de 12.756 millones de euros.
- El número de sociedades admitidas a cotización, sin considerar las sociedades de inversión, se redujo de 219 en 2003 hasta 198 en 2004, confirmando una tendencia que, en el caso de empresas negociadas en el mercado continuo, se viene registrando desde el año 2001. Un total de 46 empresas fueron excluidas de negociación, de las que siete pertenecían al mercado continuo.
- Tanto el número de ofertas públicas de adquisición de acciones como su importe, 1.973 millones de euros, disminu-

yeron respecto a 2003. Un número significativo de OPA tuvieron como objetivo la exclusión de negociación de la empresa afectada.

- Se aprobaron varias directivas europeas, encuadradas dentro del Plan de Acción de Servicios Financieros, con gran repercusión en los mercados de valores, como es el caso de la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros, la Directiva de Transparencia y la Directiva de OPA.

### 2.1. Tamaño del mercado

Durante 2004 las bolsas españolas experimentaron un alza en los precios de los títulos negociados, creciendo el Ibex 35 un 17,4%, tasa ligeramente superior a la de los mercados del entorno europeo. Este incremento en las cotizaciones fue el principal factor causante del aumento de la capitalización bursátil (20,6%), que superó los aumentos en las emisiones de renta variable.

#### 2.1.1. Sociedades cotizadas

Al cierre de 2004, el número de sociedades admitidas a negociación en las bolsas españolas, excluyendo las sociedades de inversión de capital variable<sup>2</sup> (SICAV), ascendía a 198, 21 empresas menos que en la misma fecha de 2003 (véase cuadro 2.1). De las 198 empresas, 128 negociaban en el mercado continuo<sup>3</sup>, 53 en el sistema de corros y 17 en el segundo mercado.

Durante 2004 se produjeron tres salidas a bolsa: Fadesa Inmobiliaria, Gestevisión Telecinco y Cintra Concesiones de Infraestructuras de Transporte. El mayor número de bajas se produjo en los sistemas de corros y en el segundo mercado y se debió a exclusiones de negociación. No obstante, también hubo siete bajas en el mercado continuo<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> España cuenta con cuatro bolsas: Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia. Los valores más líquidos del mercado español se negocian a través de un sistema electrónico de negociación que interconecta a las cuatro bolsas, el Sistema de Interconexión Bursátil Español (SIBE), también conocido como mercado continuo. Todas ellas mantienen, además, un sistema de contratación a viva voz (mercado de corros) para valores no cotizados en el SIBE.

<sup>2</sup> Al cierre de 2004, el número de SICAV cotizadas era de 3.034.

<sup>3</sup> Las empresas negociadas en el mercado continuo pasaron de 132 en diciembre de 2003 a 128 en 2004.

<sup>4</sup> Las empresas que se dieron de baja en el mercado continuo fueron: Banco Atlántico, European Paper and Packaging Investment Corporation, Aceralia Corporación Siderúrgica, Nueva Montaña Quijano, Centros Comerciales Carrefour, Parques Reunidos y Fastibex.

Cuadro 2.1

**Sociedades cotizadas en las bolsas españolas**

	Total bolsa	Total bolsa Ex SICAV	Mercado continuo <sup>(1)</sup>			Corros		Segundo Mercado
			Total	Nacional	Extranjeras	Ex SICAV	SICAV	
<b>Nº total de sociedades:</b>								
Admitidas a 31/12/03	3.208	219	132	126	6	65	2.989	22
Admitidas a 31/12/04	3.232	198	128	122	6	53	3.034	17
<b>Altas en 2004</b>	<b>73</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>70</b>	<b>0</b>
Nuevas admisiones	73	3	3	3	0	0	70	0
Altas por fusión	0	0	0	0	0	0	0	0
Cambio de mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Bajas en 2004</b>	<b>49</b>	<b>24</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>0</b>	<b>12</b>	<b>25</b>	<b>5</b>
Exclusiones	42	23	6	6	0	12	19	5
Exclusiones por fusión	7	1	1	1	0	0	6	0
Cambio de mercado	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Variación neta 2004</b>	<b>24</b>	<b>-21</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>	<b>0</b>	<b>-12</b>	<b>45</b>	<b>-5</b>

(1) No incluye Latibex.

Cuadro 2.2

**Capitalización de la renta variable en las bolsas españolas<sup>(1)</sup>***Importe en millones de euros*

	2001	2002	2003	2004	Var. (%) 04/03
<b>Total bolsas</b>	<b>471.330,6</b>	<b>367.313,3</b>	<b>464.480,5</b>	<b>560.271,7</b>	<b>20,6</b>
<b>Mercado continuo</b>	444.603,3	339.634,5	433.971,0	525.695,1	21,1
Nacional	396.248,9	302.643,0	384.338,6	470.960,6	22,5
Extranjero <sup>(2)</sup>	48.354,4	36.991,5	49.632,4	54.734,6	10,3
<b>Corros<sup>(3)</sup></b>	26.401,5	27.295,8	30.139,9	34.284,0	13,7
Madrid	15.960,3	21.121,8	23.146,8	21.278,8	-8,1
Barcelona	6.229,8	4.095,3	5.216,5	8.392,5	60,9
Bilbao	2.099,4	1.727,4	3.467,8	2.472,3	-28,7
Valencia	3.624,8	2.330,5	3.182,3	4.910,8	54,3
<b>Segundo Mercado</b>	325,8	383,0	369,5	292,5	-20,8

(1) Capitalización a final de cada ejercicio. Se incluye únicamente la capitalización de empresas que hayan tenido negociación durante el año.

(2) No incluye Latibex.

(3) Incluye a sociedades de capital variable (SICAV) y sociedades de inversión mobiliaria (SIM).

**2.1.2. Capitalización bursátil**

Al finalizar 2004, la capitalización de las empresas cotizadas en las bolsas españolas era de 560.271 millones de euros, aproximadamente un 70% del PIB. Esta capitalización supone un crecimiento del 20,6% sobre la de 2003, que representaba, por su parte, un 62% sobre el PIB de dicho año. El 84,1% de la capitalización corresponde a empresas nacionales cuyas acciones se negocian en el mercado continuo y el 9,8% a las empresas extranjeras presentes en ese mercado.

El crecimiento de los precios y la aportación de nuevos fondos al mercado, especialmente a través de las ampliaciones de capital, permitieron que la capitalización de los títulos cotizados en bolsa alcanzase un importe de 560.271 millones de euros, superando por primera vez el anterior nivel histórico máximo, alcanzado a finales del año 2000.

El aumento de la capitalización fue generalizado en todos los sectores de empresas cotizadas (véase cuadro 2.3), con la

Cuadro 2.3

**Sociedades cotizadas por sectores a 31/12/2004<sup>(1)</sup>***Capitalización en millones de euros*

Sector	Número		Capitalización		% var.
	2003	2004	2003	2004	
Petróleo	2	2	26.232,9	31.338,7	19,5
Energía y agua	11	11	48.800,4	58.843,7	20,6
Minería y metálicas básicas	12	11	12.780,1	15.407,3	20,6
Cementos y mat. construcción	7	6	3.116,0	3.089,8	-0,8
Químicas	4	4	16.508,9	18.005,1	9,1
Textil y papeleras	20	20	12.306,2	16.315,3	32,6
Metal mecánica	16	17	32.366,9	33.009,8	2,0
Alimentación	19	19	11.529,0	15.992,2	38,7
Construcción	8	7	18.866,0	24.022,9	27,3
Inmobiliarias	31	29	7.377,4	11.561,8	56,7
Transportes y comunicaciones	7	8	102.773,8	125.008,8	21,6
Otros no financieros	27	23	29.503,9	34.931,5	18,4
<b>Total sector no financiero</b>	<b>164</b>	<b>157</b>	<b>322.161,5</b>	<b>387.526,8</b>	<b>20,3</b>
Bancos	16	15	111.181,4	136.265,0	22,6
Seguros	3	3	3.048,0	4.063,1	33,3
Sociedades de cartera	22	17	3.158,2	3.425,7	8,5
SICAV <sup>(2)</sup>	2.919	3.034	24.931,3	28.991,1	16,3
<b>Total sector financiero</b>	<b>2.960</b>	<b>3.069</b>	<b>142.318,9</b>	<b>172.744,9</b>	<b>21,4</b>
<b>Total</b>	<b>3.124</b>	<b>3.226</b>	<b>464.480,5</b>	<b>560.271,7</b>	<b>20,6</b>

(1) No incluye sociedades negociadas en Latibex. Capitalización a final de cada ejercicio.

(2) Incluye sociedades de inversión mobiliaria de capital variable (SICAV) y sociedades de inversión mobiliaria (SIM).

Cuadro 2.4

**Concentración de la capitalización de la renta variable<sup>(1)</sup>***Nº de empresas necesarias para alcanzar un determinado porcentaje*

	2003				2004			
	25%	50%	75%	100%	25%	50%	75%	100%
<b>Total bolsas</b>	<b>3</b>	<b>8</b>	<b>23</b>	<b>3.124</b>	<b>3</b>	<b>8</b>	<b>25</b>	<b>3.227</b>
<b>Mercado continuo</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>18</b>	<b>131</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>19</b>	<b>128</b>
Nacional	2	5	17	125	2	6	17	122
Extranjero <sup>(2)</sup>	1	3	3	6	1	2	3	6
<b>Corros</b>	<b>14</b>	<b>134</b>	<b>710</b>	<b>2.976</b>	<b>17</b>	<b>148</b>	<b>753</b>	<b>3.084</b>
<b>Segundo Mercado</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>17</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>15</b>

(1) Capitalización a final de cada ejercicio. Se incluye únicamente la capitalización de empresas que hayan tenido negociación durante el año.

(2) No incluye Latibex.

excepción del sector de cementos y materiales de construcción. En términos absolutos, el mayor incremento en la capitalización se produjo en el sector bancario, debido principalmente a la ampliación de capital del Banco Santander Central Hispano, que supuso la mitad del aumento en la capitalización de este sector.

El sector con mayor capitalización siguió siendo el bancario (24,3% del total), seguido por el de transportes y comunicaciones (22,3%) y el de energía y agua (10,5%). Estos tres sectores supusieron el 57,1% del total (véanse cuadro 2.3 y anexo A.I.4).

La concentración de la capitalización es una característica del mercado bursátil español. En el total de las bolsas, a cierre de 2004, las 19 mayores sociedades supusieron el 75,5% de la capitalización del mercado continuo<sup>5</sup> (véase cuadro 2.4). Es especialmente elevada en los sectores de textil y papeleras, químicas, metal mecánico y alimentación (véase anexo A.I.3). Por el contrario, en sectores como construcción o materiales de construcción la capitalización está más diseminada.

### 2.1.3. Negociación

Uno de los aspectos más destacables de las bolsas españolas durante 2004 fue el fuerte incremento en las cifras de contratación bursátil, que alcanzó los 641.742 millones de euros, un 30% más que en 2003. El 99,2% de la contratación se realizó a través del mercado continuo, que alcanzó los 636.527 millones de negociación (véase cuadro 2.5). Como se indicó anteriormente, el aumento de la contratación reflejó en gran medida el alza en los precios de los títulos negociados.

Cuadro 2.5

#### Contratación de la renta variable

Importes en millones de euros

	2001	2002	2003	2004	Var. (%) 04/03
<b>Total bolsas</b>	<b>444.243,6</b>	<b>444.725,0</b>	<b>493.765,3</b>	<b>641.742,4</b>	<b>30,0</b>
<b>Mercado continuo</b>	<b>440.546,7</b>	<b>439.739,8</b>	<b>489.307,3</b>	<b>636.527,4</b>	<b>30,1</b>
Nacional	438.635,7	435.420,8	486.799,0	630.361,7	29,5
Extranjero <sup>(1)</sup>	1.911,0	4.319,1	2.508,3	6.165,7	145,8
<b>Corros</b>	<b>3.672,1</b>	<b>4.967,3</b>	<b>4.444,7</b>	<b>5.193,7</b>	<b>16,9</b>
Madrid	2.469,6	3.235,3	3.009,8	3.316,0	10,2
Barcelona	660,2	948,6	871,1	1.123,6	29,0
Bilbao	296,7	297,8	147,5	212,7	44,2
Valencia	245,6	485,5	416,3	541,4	30,0
<b>Segundo Mercado</b>	<b>24,9</b>	<b>17,9</b>	<b>13,3</b>	<b>21,3</b>	<b>59,7</b>

(1) No incluye Latibex.

Cuadro 2.6

#### Contratación según modalidades en el mercado continuo<sup>(1)</sup>

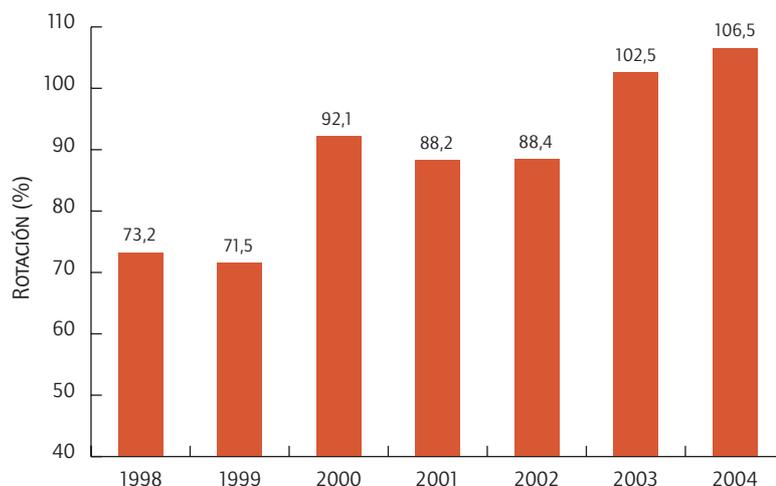
Importes en millones de euros

	2001	2002	2003	2004	Var. (%) 04/03
En sesión	420.839,8	406.062,2	455.745,8	599.874,2	31,6
– Órdenes	281.037,4	259.160,7	272.384,1	353.532,0	29,8
– Aplicaciones	90.480,9	75.910,0	60.127,7	71.360,1	18,7
– Bloques	49.321,5	70.991,5	123.233,9	174.982,0	42,0
Fuera de hora	3.738,7	18.685,0	15.947,6	26.037,3	63,3
Autorizadas	856,8	4.822,4	3.009,8	1.367,2	-54,6
Oper. LMV. Art. 36.1	382,0	2.116,1	4.704,1	826,0	-82,4
OPA	5.361,9	1.571,2	4.823,7	1.698,8	-64,8
OPV	3.264,4	1.800,5	417,4	3.057,2	632,5
Tomas de razón	1.290,5	566,5	747,8	278,5	-62,8
Ejercicio de opciones	4.805,2	4.096,9	3.911,0	3.388,3	-13,4
<b>Contratación total</b>	<b>440.539,3</b>	<b>439.720,8</b>	<b>489.307,3</b>	<b>636.527,4</b>	<b>30,1</b>

(1) No incluye contratación en Latibex.

<sup>5</sup> La capitalización de esas 19 empresas representaba el 70,9% de la capitalización total.

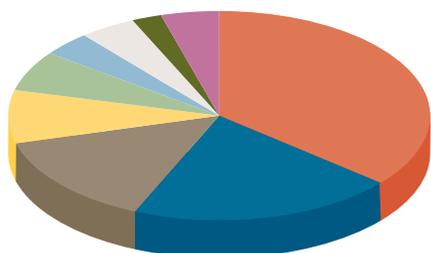
Gráfico 2.1  
Rotación<sup>(1)</sup> en el mercado continuo



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

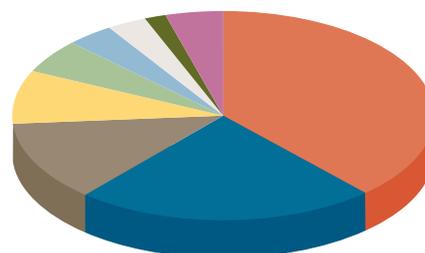
Gráfico 2.2  
Distribución sectorial de la contratación bursátil

Año 2003



■ Bancos 36,5%	■ Alimentación 3,8%
■ Transportes y comunicaciones 20,7%	■ Construcción 4,4%
■ Energía y agua 14,4%	■ Textil y papeleras 2,3%
■ Petróleo 8,3%	■ Otros 4,5%
■ Otros no financieros 6,3%	

Año 2004



■ Bancos 37,8%	■ Alimentación 3,6%
■ Transportes y comunicaciones 22,9%	■ Construcción 3,0%
■ Energía y agua 12,3%	■ Textil y papeleras 1,6%
■ Petróleo 8,2%	■ Otros 4,3%
■ Otros no financieros 5,2%	

En el cuadro 2.6 se desglosan las modalidades de contratación bursátil. Entre las modalidades de negociación en el mercado continuo, la negociación *en sesión* tuvo un incremento del 31,6%<sup>6</sup>. Cabe destacar el fuerte y continuado crecimiento de la contratación por bloques.

En 2004 se produjo un incremento en la liquidez del mercado, como se refleja en el incremento de la rotación media de las acciones en el mercado continuo, que pasó de 102,5%

en 2003 a 106,5% en 2004 (véase gráfico 2.1) y en la mayor profundidad del mercado.

La distribución sectorial de la contratación no varió mucho respecto a 2003 (véase gráfico 2.2), aunque en 2004 aumentó la concentración de la negociación en los sectores bancario y de transportes y comunicaciones, mientras que la del sector de energía disminuyó.

<sup>6</sup> La negociación media por día hábil alcanzó los 2.389,9 millones de euros en 2004, frente a los 1.808,5 millones del año anterior.

Cuadro 2.7

**Concentración de la contratación de la renta variable en las bolsas españolas***Nº de empresas necesarias para alcanzar un determinado porcentaje*

	2003				2004			
	25%	50%	75%	100%	25%	50%	75%	100%
<b>Total bolsas</b>	2	3	8	3.174	2	3	8	3.258
<b>Mercado continuo</b>	2	3	8	142	2	3	7	134
Nacional	2	3	8	136	2	3	7	128
Extranjero	1	1	2	6	1	1	2	6
<b>Corros</b>	18	84	272	3.014	23	95	284	3.104
<b>Segundo Mercado</b>	1	2	3	18	1	1	2	20

Al igual que en el caso de la capitalización bursátil, un número relativamente pequeño de sociedades concentró un gran volumen de contratación (véase cuadro 2.7). Así, tres empresas, Telefónica, Banco Santander Central Hispano y Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, concentraron más del 50% de la contratación, como ya sucediera en 2003<sup>7</sup>.

Por último, debe señalarse que el número de miembros que canalizan las operaciones al mercado se incrementó en todas las bolsas. No obstante, gracias al aumento en la contratación total, los ingresos por este servicio de las entidades miembro de bolsa mejoraron en 2004, como se comenta en el capítulo 8 de este Informe.

Cuadro 2.8

**Miembros de las bolsas de valores**

	2003	2004	Var. (%) 04/03
Bolsa de Madrid	53	56	5,7
Bolsa de Barcelona	35	36	2,9
Bolsa de Bilbao	7	9	28,6
Bolsa de Valencia	18	20	11,1
<b>Total bolsas de valores<sup>(1)</sup></b>	<b>64</b>	<b>68</b>	<b>6,3</b>

(1) Número de miembros distintos. Algunos miembros tienen presencia en diferentes bolsas, por lo que su número total es inferior a la suma por mercados.

**2.1.4. Crédito al mercado y préstamo de valores**

Al cierre del ejercicio, el saldo de los créditos al mercado, esto es, de los créditos directamente relacionados con las operaciones de compra o venta de valores admitidos a negociación<sup>8</sup>, superó al existente al cierre del año anterior, como se aprecia en el cuadro 2.9.

Por su parte, el préstamo de valores experimentó un importante aumento durante 2004, alcanzando su saldo vivo neto de préstamos<sup>9</sup> los 54.518 millones de euros a final del año 2004, lo que supuso el 10,4% de la capitalización total del mercado.

**2.2. Emisiones y ofertas públicas de venta**

En 2004, 31 empresas registraron en la CNMV 36 emisiones de renta variable, frente a 34 sociedades en 2003 (véase cuadro 2.10). El valor efectivo de lo emitido fue de 18.748 millones de euros, frente a los 3.289 millones captados en 2003 (véase cuadro 2.11).

El sector bancario fue el que más capital emitió, 16,3 millardos de euros, a través de cuatro operaciones realizadas por tres bancos destinados a financiar la compra de otras empresas. El importe emitido por los bancos supuso el 85,7% del importe efectivo total emitido durante 2004. Dentro de estas operaciones destacó la desarrollada por el SCH destinada a la

<sup>7</sup> La contratación de Telefónica, Banco Santander Central Hispano y Banco Bilbao Vizcaya Argentaria supuso el 20,6%, el 17,7% y el 16,0%, respectivamente, respecto a la contratación total en el Mercado Continuo.

<sup>8</sup> Orden ministerial de 25 de marzo de 1991 sobre sistema de crédito en operaciones bursátiles.

<sup>9</sup> Préstamo de valores que, a su vez, han sido recibidos en préstamo.

Cuadro 2.9

**Crédito al mercado y préstamo de valores**

Importes en millones de euros

	Crédito al mercado <sup>(1)</sup>				Préstamo de valores <sup>(2)</sup>			
	Saldos vivos <sup>(3)</sup>		Contratación		Saldo vivo <sup>(4)</sup>		Contratación	
	Compras	Ventas	Compras	Ventas	Neto	% capit.		% contr.
						Mdo. continuo	Importes	
1999	32,6	6,0	677,2	167,5	10.439,3	2,5	62.098,3	21,7
2000	54,7	4,4	1.121,3	151,4	12.102,0	2,6	87.406,4	17,9
2001	43,1	8,5	534,1	174,1	20.141,4	4,5	89.606,0	20,3
2002	31,5	7,8	382,9	161,2	14.125,3	4,2	106.983,2	24,3
2003	32,8	17,3	346,1	199,8	28.873,1	6,7	161.775,2	33,1
2004	46,7	18,2	401,8	139,2	54.518,5	10,4	306.056,7	48,1

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

(2) Operaciones realizadas al margen de lo establecido en la Orden de 25/3/1991; esto es, no vinculadas a operaciones de crédito al mercado.

(3) Importes a finales de período.

(4) Saldo total menos el importe represtado. El denominador del porcentaje incluye Latibex.

(5) Se compara con la contratación en sesión del SIBE.

Cuadro 2.10

**Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta<sup>(1)</sup>**

	Número de emisores		Número de emisiones	
	2003	2004	2003	2004
<b>Ampliaciones de capital</b>	<b>34</b>	<b>31</b>	<b>41</b>	<b>36</b>
De las cuales OPS <sup>(2)</sup>	0	3	0	3
con tramo nacional	0	3	0	3
con tramo internacional	0	2	0	2
<b>Ofertas públicas de venta (OPV)</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>6</b>
De las cuales con tramo nacional	3	5	4	5
De las cuales con tramo internacional	0	2	0	2
<b>Total</b>	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>45</b>	<b>42</b>
Pro memoria: salidas a bolsa:				
Mediante OPV u OPS	0	3	0	3
Otras salidas a bolsa <sup>(3)</sup>	1	0	1	0

(1) Se incluyen todas las operaciones registradas.

(2) Oferta pública de suscripción. Oferta pública de suscripción de derechos, previa renuncia de los accionistas a su derecho de suscripción preferente.

(3) La salida a bolsa que se produjo en 2003 fue la de Antena 3 Televisión, a través de la distribución a los accionistas de Telefónica de un 30% de su capital social como dividendo en especie.

adquisición del Abbey National Bank, cuyo importe efectivo fue de 12.756 millones de euros (véase anexo A.I.6).

Durante el ejercicio se registraron seis ofertas públicas de venta (OPV), de las que se realizaron cinco, al renunciar el oferente de Probitas Pharma, S.A. a su oferta de acciones<sup>10</sup>. De ellas, tres se dirigieron al público en general y dos fueron destinadas a inversores institucionales:

- Las OPV destinadas a inversores en general que finalizaron el proceso fueron: (i) Fadesa Inmobiliaria, S.A., (ii) Gestvisión Telecinco, S.A. y (iii) Cintra Concesiones de Infraestructuras de Transporte, S.A., que además suponía una ampliación de capital a través de una oferta pública de suscripción (OPS).
- En cuanto a las OPV destinadas únicamente a inversores institucionales, se registraron dos operaciones. Una fue rea-

<sup>10</sup> El emisor desistió de la OPS y OPV previamente registradas el 14 de julio de 2004 debido a la situación desfavorable de los mercados.

Cuadro 2.11

**Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta: importe efectivo***Importes en millones de euros*

	2003	2004	Var. (%) 04/03
<b>Ampliaciones de capital</b>	<b>3.289,3</b>	<b>18.748,0</b>	<b>470,0</b>
De las cuales OPS	0,0	1.101,9	n.s.
con tramo nacional	0,0	537,9	n.s.
con tramo internacional	0,0	564,0	n.s.
<b>Ofertas públicas de venta (OPV)</b>	<b>469,5</b>	<b>2.987,6</b>	<b>536,3</b>
De las cuales con tramo nacional	469,5	1.664,4	254,5
De las cuales con tramo internacional	0,0	1.323,2	n.s.
<b>Total</b>	<b>3.758,8</b>	<b>21.735,6</b>	<b>478,3</b>
Pro memoria: salidas a bolsa			
Mediante OPV u OPS	0,0	2.745,0	n.s.
Otras salidas a bolsa <sup>(1)</sup>	446,8	—	n.s.

<sup>(1)</sup> La admisión a cotización de Antena 3 Televisión se realizó tras la entrega del 30% de su capital social, en concepto de dividendo en especie, entre los accionistas de Telefónica. El importe que se ofrece en esta tabla es el número de acciones distribuidas, 16.666.800 títulos, valoradas al precio resultante de la subasta de apertura en su primer día de cotización.  
n.s.: tasa de variación no significativa.

lizada por Saint Louis Sucre S.A., sobre valores de Ebro Puleva, S.A. y la segunda por Lufthansa Comercial Holding GmbH sobre acciones de Amadeus Global Travel Distribution, S.A.

Además, el Banco de Sabadell realizó una OPS destinada a inversores institucionales junto con una ampliación destinada únicamente a sus accionistas dentro de su operación para la adquisición del Banco Atlántico. Ambas operaciones alcanzaron conjuntamente un importe de 1.304,6 millones de euros.

### 2.3. Exclusiones de negociación

Un total de 46 empresas fueron excluidas de cotización<sup>11</sup> durante el ejercicio 2004 (véase anexo A.I.7), de las que siete pertenecían al mercado continuo, 34 al de corros<sup>12</sup> y cinco al Segundo Mercado. Esto supone una reducción frente a las 67 exclusiones de 2003, de las que 11 fueron empresas del mercado continuo, 55 de corros y una del Segundo Mercado. Por importancia relativa, el Segundo Mercado fue el más afectado por las bajas en la cotización en 2004, ya que un 22,7% de los valores negociados abandonaron la cotización<sup>13</sup>, mientras que para el mercado continuo y corros lo hicieron el 5,3% y el 1,1%, respectivamente.

En cuanto a los motivos de la exclusión, cabe señalar lo siguiente:

- En 18 casos se produjo a solicitud de la propia entidad emisora. De ellos, en siete se realizó de manera directa al haberse alcanzado un acuerdo de todos los accionistas, en cinco se realizó a través del procedimiento intermedio y en seis fue necesaria la presentación de una OPA para la exclusión. Las exclusiones de Banco Atlántico, Nueva Montaña Quijano y Parques Reunidos vinieron precedidas de sendas ofertas públicas de adquisición sujetas a informes de valoración de expertos independientes.
- En 13 casos se debió a la baja en registros oficiales: seis de ellas en el Registro Mercantil y siete en el Registro Administrativo de Sociedades de Inversión Mobiliaria.
- En seis casos la exclusión fue motivada por la fusión de la empresa.
- La CNMV acordó la exclusión de cuatro empresas: dos por estar en proceso de liquidación y las otras dos por incumplimiento de las obligaciones de información. Por su parte, la Generalitat de Cataluña acordó la exclusión de una empresa tras haberse presentado solicitud de quiebra.

<sup>11</sup> No se incluye la exclusión de la Companhia Suzano de Papel e Celulosa, empresa brasileña negociada en Latibex.

<sup>12</sup> Cuatro de ellas se excluyeron en una o varias bolsas, pero continuaron negociando en otras.

<sup>13</sup> En relación con las empresas negociadas a principios de 2004.

## 2.4. Ofertas públicas de adquisición de valores

En 2004 se autorizaron nueve ofertas públicas de adquisición (OPA), con resultado positivo en todos los casos. El importe potencial o máximo previsto para las mismas era de 2.048 millones de euros, pero el valor realizado fue de 1.973 millones de euros, siendo la más destacada la presentada sobre el Banco Atlántico por el Banco Sabadell, que supuso el 75% del valor total de las OPA (véase anexo A.I.8). Así pues, en 2004 se produjo un importante descenso respecto a años anteriores tanto en el número de OPA como en su importe total.

Las principales características de las OPA autorizadas fueron las siguientes:

- *OPA pactadas con los principales accionistas*: El accionista que tenía el control del Banco Atlántico acordó la transmisión de su participación a Banco de Sabadell, pudiendo el resto de accionistas aceptar la oferta libremente y en idénticas condiciones de precio y plazo que el socio de control. La OPA sobre Cementos Molins obedeció al acuerdo alcanzado por el grupo familiar que mantiene el control de la sociedad para la adquisición de la participación del segundo accionista de referencia. La operación se realizó por

Cuadro 2.12

### Ofertas públicas de adquisición de valores

Importes en millones de euros

	2000	2001	2002	2003	2004	Var. (%) 04/03
<b>Autorizadas<sup>(1)</sup></b>						
Número	16	19	17	13	9	-30,8
Importe potencial <sup>(2)</sup>	3.059	7.865	5.589	7.535	2.048	-72,8
<b>Realizadas<sup>(3)</sup></b>						
Número	14	18	17	12	9	-25,0
Importe	2.606	4.648	4.318	4.335	1.973	-54,5

(1) Autorizadas en el ejercicio. No incluye tres OPA presentadas en diciembre cuya autorización se produjo en 2005.

(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.

### Nueva regulación europea de las OPA

En 2004 se aprobó la directiva europea<sup>(1)</sup> relativa a las ofertas públicas de adquisición. Su transposición a la legislación nacional deberá realizarse antes del 20 de mayo de 2006. Previamente a esa fecha tendrá que definirse el porcentaje de derechos de voto que confiere el control de una sociedad a efectos de regular los casos de OPA obligatoria.

La OPA obligatoria se extenderá a todos los titulares por la totalidad de sus valores a un precio equitativo<sup>(2)</sup>, pudiendo los Estados miembro elaborar una lista de circunstancias en las que este precio podrá modificarse al alza o a la baja y definir los criterios que deberán utilizarse en esos casos. Además, los folletos de OPA obligatoria contendrán información sobre el método de valoración utilizado para determinar la contraprestación ofrecida.

En la transposición de la Directiva cada Estado miembro deberá decidir sobre: (i) la aplicación de los artículos y apartados referidos a las medidas defensivas y de neutralización<sup>(3)</sup> ante las OPA aplicables a las sociedades nacionales; (ii) definición del plazo a considerar (entre seis y doce meses) para la determinación del precio equitativo; (iii) exigencia o no de precio en efectivo, al menos como alternativa, en la OPA obligatoria; (iv) definición del plazo a considerar, entre seis y doce meses, para las adquisiciones previas que obligarán a realizar una OPA con precio en efectivo al menos como alternativa, y (v) la regulación de los supuestos de venta y compra forzosa.

(1) Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición.

(2) Según el artículo 5, apartado 4, de la Directiva 2004/25/CE, se considerará precio equitativo el precio más elevado que haya abonado por los mismos valores el oferente o personas que actúen en concierto con el mismo durante un período que determinarán los Estados miembro y que no podrá ser inferior a seis meses ni superior a doce, antes de la oferta obligatoria.

(3) Apartados 2 y 3 del artículo 9, «Obligaciones del órgano de administración o dirección de la sociedad afectada», y artículo 11, «Neutralización», de la Directiva 2004/25/CE.

Cementos Molins mediante una OPA sobre acciones de la propia sociedad con posterior reducción del capital social.

- *OPA de exclusión bursátil y otros procedimientos de exclusión.* Hubo cinco ofertas con esta finalidad que contaron con la autorización expresa de la CNMV de los precios fijados por los oferentes. En un sexto caso, la OPA formulada sobre Nueva Montaña Quijano, también se aprobó el precio con idénticos criterios que en una OPA de exclusión al ser éste su objetivo final. En todas ellas se examinaron con detalle los informes de valoración emitidos por terceros, expertos e independientes, y se verificó su adecuación a las normas de valoración reglamentarias.
- *Exclusión bursátil tras OPA de toma de control.* Al finalizar la OPA sobre Banco Atlántico, esta compañía fue excluida de la negociación. En este caso, el precio de la oferta era el resultado de un proceso previo por el cual el accionista de control del Banco Atlántico terminó seleccionando al Banco de Sabadell entre otras entidades interesadas en la compra. Además, un experto independiente ratificó la superioridad del precio de la OPA respecto de los criterios de valoración aplicables.

## 2.5. Latibex

Latibex es el nombre comercial del sistema organizado de negociación<sup>14</sup> de valores latinoamericanos, propiedad de Bolsas y

Mercados Españoles. En el mismo se negocian en euros las acciones de una treintena de empresas latinoamericanas, utilizando para ello las plataformas de negociación y liquidación del mercado continuo español. Se autorizó<sup>15</sup> en 1999 y la supervisión de su funcionamiento está encomendada a la CNMV.

Al cierre de 2004, 30 sociedades cotizaban en Latibex, lo que supone un incremento de tres entidades respecto a 2003<sup>16</sup>. El mayor número de acciones negociadas son las emitidas en Brasil, seguido por México. Por sectores, los bancos son las empresas más representadas.

Debido al aumento en el número de emisores y principalmente al alza en los precios, la capitalización de estas empresas alcanzó los 124.754 millones de euros, aumentando un 30,6% respecto al año anterior y suponiendo el 18,2% del valor total de la renta variable negociada en España. La capitalización estuvo concentrada en un número relativamente pequeño de empresas: tres sociedades suponían más del 50%, siendo el sector de mayor capitalización el petrolífero. Brasil es el país de origen de donde procede un mayor número de emisores y de mayor importancia, ya que la capitalización de éstas supone el 58,8% del total.

La contratación en este sistema de negociación experimentó un fuerte retroceso, pasando de 1.728,6 millones de euros a

Cuadro 2.13

### Sociedades cotizadas en Latibex por países

Importes en millones de euros, salvo otra indicación

País	Nº empresas		Capitalización			Contratación		
	2003	2004	2003	2004	% var.	2003	2004	% var.
Argentina	2	2	624,2	707,7	13,4	0,0	0,0	1,3
Brasil	13	14	56.228,8	73.388,0	30,5	152,8	208,6	36,5
Chile	4	4	10.202,3	11.041,1	8,2	1.494,4	37,5*	-97,5
Costa Rica	1	1	43,4	38,2	-12,0	0,7	5,1	658,3
México	5	7	27.537,7	38.328,9	39,2	63,0	90,6	43,9
Perú	1	1	66,2	129,0	94,9	0,5	1,7	250,4
Puerto Rico	1	1	846,7	1.121,9	32,5	17,2	22,9	32,8
<b>Total</b>	<b>27</b>	<b>30</b>	<b>95.549,2</b>	<b>124.754,8</b>	<b>30,6</b>	<b>1.728,6</b>	<b>366,4</b>	<b>-78,8</b>

(\*) Véase nota a pie de página número 17.

<sup>14</sup> Los sistemas organizados de negociación (SON) son plataformas de negociación de valores u otros instrumentos financieros no reconocidos como mercados oficiales, pero cuya creación requiere también una autorización expresa del Gobierno, previo informe de la CNMV (párrafo 4º del artículo 31 de la Ley del Mercado de Valores). La figura del SON español se corresponde con la figura del sistema de negociación multilateral regulado por la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril, relativa a los mercados de instrumentos financieros. La autorización de Latibex se produjo el 29 de octubre de 1999, mediante el correspondiente Acuerdo del Consejo de Ministros.

<sup>15</sup> Acuerdo de 29 de octubre de 1999, del Consejo de Ministros de autorización de la creación del Mercado de Valores Latinoamericanos como sistema organizado de negociación de valores u otros instrumentos financieros.

<sup>16</sup> Las nuevas sociedades fueron Sadia, Grupo Electra y TV Azteca. Durante 2004, la compañía brasileña Suzano de Papel e Celulose se transformó en Suzan Bahia Sul Papel e Celulose.

Cuadro 2.14

**Sociedades cotizadas en Latibex por sectores***Importes en millones de euros, salvo otra indicación*

Sector	Nº empresas		Capitalización			Contratación		
	2003	2004	2003	2004	% var.	2003	2004	% var.
Petróleo	2	2	25.482	32.459	27,4	42,3	53,0	25,2
Energía y agua	4	4	13.564	13.915	2,6	1.497,6	39,6*	-97,4
Minería y metálicas básicas	4	4	17.348	24.703	42,4	59,0	86,4	46,4
Químicas	1	1	812	2.234	174,9	1,4	7,7	436,6
Textil y papeleras	2	2	1.700	2.016	18,6	9,1	9,0	-0,9
Metal mecánica	1	1	1.428	2.275	59,3	0,8	14,8	1812
Alimentación	1	2	1.239	2.019	63,0	1,7	7,1	319,4
Transportes y comunicac.	3	3	21.780	27.880	28,0	49,0	67,2	37,1
Otros no financieros	1	2	1.536	1.579	2,8	3,2	3,8	19,9
Bancos	7	7	10.231	13.231	29,3	47,0	56,7	20,5
Entidades de financiación	1	2	428	2.444	471,0	17,4	21,0	20,6
<b>Total</b>	<b>27</b>	<b>30</b>	<b>95.549</b>	<b>124.755</b>	<b>30,6</b>	<b>1.728,6</b>	<b>366,4</b>	<b>-78,8</b>

(\*) Véase nota a pie de página número 17.

Gráfico 2.3

**Evolución del FTSE Latibex All Share**

366,4 millones<sup>17</sup>. Por sectores, el de minería y metálicas básicas fue el de mayor contratación, tras la fuerte caída del sector de energía y agua y los mayores aumentos relativos se produjeron en los sectores de metal-mecánica y químico. La contratación de acciones de emisores brasileños fue la de mayor importancia en este mercado, suponiendo el 56,9% del total.

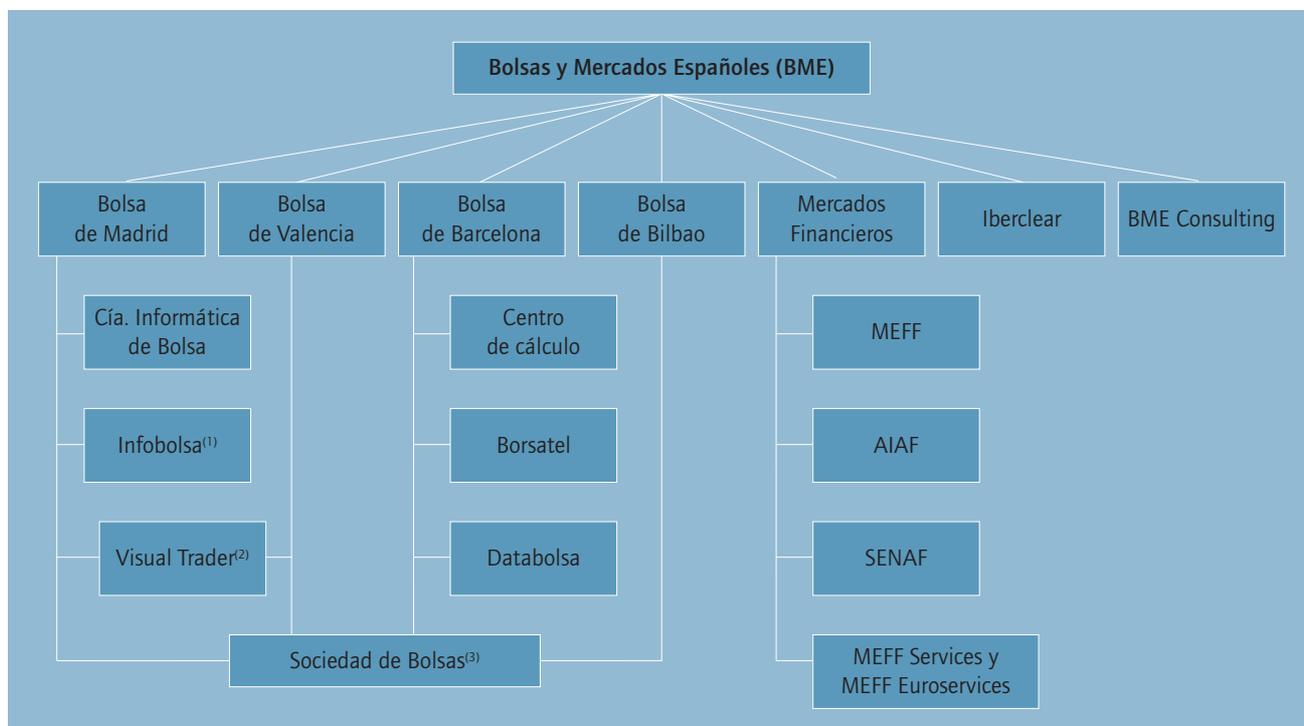
Durante 2004 el número de intermediarios latinoamericanos que prestan servicios como miembro remoto de este mercado fue de dos entidades, Bradesco Corredora y Banchile Corre-

dores. Una tercera entidad, la casa de bolsa argentina Allarí Ledesma & Asociados, presentó en noviembre una solicitud para operar en Latibex.

La recuperación de las economías americanas y la apreciación de la divisa brasileña permitieron que la rentabilidad en euros de las empresas negociadas en Latibex aumentara notablemente durante 2004. Así, el índice *FTSE Latibex All Share* tuvo una rentabilidad anual del 35,6%, muy cercana al 37,3% que se produjo en 2003.

<sup>17</sup> Este descenso se debió al desplome de la negociación en acciones de la empresa chilena Enersis, perteneciente al sector de energía y agua, que pasó de 1.466,2 millones de euros en 2003 a 13,8 millones en 2004, debido a que se realizó una ampliación de capital en ese año. Sin considerar a dicha empresa, la contratación en Latibex aumentó un 34,3%, hasta los 352,6 millones de euros.

Gráfico 2.4

**Sociedades del Grupo de Bolsas y Mercados Españoles (BME)**

(1) Infobolsa está participada en un 50% por la Bolsa de Madrid y en un 50% por Deutsche Börse.

(2) Visual Trader Systems está participada en un 90% por la Bolsa de Madrid y en un 10% por la Bolsa de Valencia.

(3) Sociedad de Bolsas está participada al 25% por las cuatro bolsas españolas.

## 2.6. Organización del *holding* de mercados BME

Tras la autorización del Gobierno en 2002 y el proceso de integración posterior, Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A. (BME) posee, ya sea de forma directa o indirecta, la totalidad del capital de los mercados donde se negocia renta variable y la mayoría de los mercados de derivados y renta fija (véase gráfico 2.4). Sólo quedan fuera del ámbito de este grupo de sociedades, en la configuración actual del mercado de valores español, el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones<sup>18</sup>, la sociedad Market for Treasury Securities Spain (MTS España), que gestiona un sistema organizado de negociación de renta fija en el que, de momento, sólo se negocia deuda pública, y el Mercado de Futuros del Aceite de Oliva (MFAO).

En cuanto a la estructura accionarial de BME, en su capital se encuentran presentes los antiguos accionistas de los diferentes mercados, ya que el proceso de integración se realizó a través de un canje de acciones. Como consecuencia, BME

tenía a finales de ejercicio 128 accionistas, todos ellos entidades financieras, tanto españolas como no residentes. Entre las españolas está el Banco de España, cuya participación proviene de la integración de la Central de Anotaciones de Deuda Pública Española en Iberclear. Las 56 empresas de servicios de inversión socias de BME poseían el 43,3% de las acciones.

## 2.7. Retos e innovaciones

### 2.7.1. Nuevo entorno regulatorio europeo

Durante el ejercicio 2004, además de la aprobación de la Directiva de OPA, mencionada en el punto 2.4 de este mismo capítulo, se aprobaron las Directivas de Mercados de Instrumentos Financieros y la de Transparencia. Las tres están pendientes de transposición. En materia de abuso de mercado se aprobó una Directiva de segundo nivel que desarrolla la aprobada en 2003, que ya fue transpuesta entre 2003 y 2004. También se aprobó el Reglamento de Folletos. Esta nueva regulación de describe más detalladamente en el apartado 1 del capítulo 11, sobre legislación europea.

<sup>18</sup> No obstante, las operaciones de este mercado se liquidan a través de Iberclear, subsidiaria al 100% de BME.

Cuadro 2.15

**Estructura accionarial de Bolsas y Mercados Españoles a 31/12/2004**

Principales accionistas <sup>(1)</sup>	Porcentaje de capital
<b>Sociedades de valores</b>	<b>39,7</b>
Santander Central Hispano Bolsa, S.V. S.A.	3,3
Banesto Bolsa, S.V.B., S.A.	3,2
Ahorro Corporación Financiera, S.V.B., S.A.	2,9
G.V.C. General de Valores y Cambios, S.V., S.A.	2,3
Renta 4, S.V.B., S.A.	2,0
Mercagentes, S.A., S.V.B.	1,9
Mercavalor, S.V., S.A.	1,6
Mercapital, S.V., S.A.	1,5
<b>Agencias de valores</b>	<b>3,6</b>
<b>Bancos</b>	<b>31,6</b>
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.	10,4
Banco Santander Central Hispano, S.A.	5,0
BNP Paribas Securities Services Sucursal en España	3,1
Société Générale, Sucursal en España	1,9
Banco Urquijo	1,7
<b>Cajas de ahorro</b>	<b>11,3</b>
Caixa D' Estalvis i Pensions de Barcelona "la Caixa"	5,6
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid	1,5
<b>Administraciones públicas</b>	<b>9,8</b>
Banco de España	9,8
<b>Otras</b>	<b>4,0</b>

(1) Con participación superior al 1,5%.

**Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros<sup>19</sup>**

Esta directiva, de enorme trascendencia para el mercado español, deberá ser traspuesta por los Estados miembro antes del fin de abril de 2006<sup>20</sup>.

La nueva directiva modifica el modelo de concentración de la negociación en los mercados regulados, al establecer un nuevo entorno normativo en el que coexisten tres sistemas de contratación básicos: (i) los mercados regulados, (ii) los sistemas multilaterales de negociación<sup>21</sup> y (iii) los internalizadores sistemáticos, o empresas de servicios de inversión que casan órdenes de clientes contra su cuenta propia de forma organizada, sistemática y frecuente.

Esta directiva pretende potenciar la competencia entre estos sistemas de negociación, manteniendo la eficiencia e integri-

dad del mercado. Para lograrlo se establece un régimen de transparencia en la información previa a la negociación, con especificidades para los internalizadores sistemáticos. Además, y para la correcta protección del inversor, la directiva establece el principio de «mejor ejecución».

**Directiva de Transparencia<sup>22</sup>**

Esta directiva, que deberá ser traspuesta antes de enero de 2007, tendrá un impacto significativo en la organización de la difusión de información al mercado, al establecer un nuevo sistema de difusión de información relevante<sup>23</sup>. Así, el emisor podrá cumplir con su obligación de difusión de información, bien enviando directamente la información a los medios de comunicación, bien indirectamente a través de un operador que centralice dicha información.

<sup>19</sup> Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo.

<sup>20</sup> Se encuentra en negociación el retraso de la fecha de transposición a 2007.

<sup>21</sup> MTF (Multilateral Trading Facilities), en su acrónimo inglés.

<sup>22</sup> Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE.

<sup>23</sup> Entendiendo por información relevante, la información sobre participaciones significativas, la información pública periódica y la información sobre hechos relevantes.

En cuanto al almacenamiento de la información, se propone que toda la información relevante, la información de los folletos aprobados al emisor y la información mercantil, esté interconectada, en el caso de tratarse de bases de datos separadas, y que, a su vez las bases de los distintos países estén también interconectadas.

#### Directiva de Abuso de Mercado

La directiva de primer nivel aprobada en 2003<sup>24</sup> y la de segundo nivel en 2004<sup>25</sup> también tendrán un impacto en la organización de la difusión de información al mercado, al desarrollar el concepto de información relevante, para determinar la existencia de operaciones con información privilegiada.

La fecha para la transposición de ambas directivas era octubre de 2004. El grueso de la directiva aprobada en 2003, fue transpuesto en la Ley 26/2003<sup>26</sup>. Entre sus contenidos, destacan la definición de manipulación de las cotizaciones y el establecimiento de una lista no exhaustiva de señales de conductas de este tipo. Según dicho proyecto, la CNMV tendrá potestad para determinar si una práctica de mercado es aceptada a los efectos del artículo 83.ter de la LMV.

#### Reglamento de folletos<sup>27</sup>

En 2004 la Comisión Europea aprobó el reglamento que desarrolla la Directiva de Folletos respecto a los formatos de los mismos, los requisitos mínimos de información, el método de publicación, incorporación de información por referencia a otros documentos, los métodos de publicación y los métodos de difusión de anuncios.

### 2.7.2. Plan de dinamización de la economía e impulso a la productividad

Como parte de su Plan de dinamización de la economía, en marzo de 2005 el Gobierno aprobó diversas disposiciones: (i) el Real Decreto-Ley 5/2005<sup>28</sup> de reformas urgentes, (ii) el proyecto de Ley de reformas fiscales, que reduce determinadas

tasas de la CNMV, y (iii) un proyecto de Ley de Modernización de la Ley de Capital Riesgo.

El Real Decreto-Ley 5/2005 regula algunos aspectos del mercado de valores como son:

- Mercado primario de valores: la norma ha modificado completamente el título III de la Ley del Mercado de Valores, referido al mercado primario, para transponer la Directiva de Folletos<sup>29</sup>, permitiendo la aplicación del pasaporte comunitario en materia de folletos. Además, se ha eliminado la obligatoriedad de varios requisitos para operaciones del mercado primario, como la comunicación previa y la escritura pública e inscripción en el registro mercantil de la emisión de obligaciones y otros valores que creen o reconozcan deuda.
- Acuerdos de compensación contractual y garantías financieras: la nueva norma transpuso la Directiva sobre acuerdos de garantía financiera<sup>30</sup>, y ordenó y sistematizó la normativa vigente aplicable a los acuerdos de compensación contractual y a las garantías de carácter financiero. Entre sus contenidos destacan: (i) la agilización del proceso de ejecución de garantías financieras, que se limita a un máximo de un día tras el requerimiento, en caso de valores registrados en un sistema de compensación y liquidación, y al mismo día en caso de efectivo depositado en una entidad de crédito, y (ii) el desarrollo de los derechos de sustitución y disposición del objeto que constituya la prenda o garantía financiera mientras dure la misma, así como la determinación de objeto de valor equivalente a entregar al vencimiento del contrato.

Respecto a las otras medidas presentes en dicho plan, en el capítulo de renta fija se detallan las reducciones de las tasas de la CNMV.

<sup>24</sup> Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado).

<sup>25</sup> Directiva 2004/72/CE de la Comisión, de 29 de abril de 2004, a efectos de aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las prácticas de mercado aceptadas, la definición de información privilegiada para los instrumentos derivados sobre materias primas, la elaboración de listas de personas con información privilegiada, la notificación de las operaciones efectuadas por directivos y la notificación de operaciones sospechosas.

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

<sup>27</sup> Reglamento (CE) n° 809/2004 de la Comisión, de 29 de abril de 2004, relativo a la aplicación de la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en cuanto a la información contenida en los folletos así como el formato, incorporación por referencia, publicación de dichos folletos y difusión de publicidad.

<sup>28</sup> Real Decreto-ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública.

<sup>29</sup> Directiva 2003/7/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de noviembre, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE.

<sup>30</sup> Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio, sobre acuerdos de garantía financiera.

## [3] Mercados de renta fija

La actividad de los mercados de renta fija mantuvo en 2004 la tendencia creciente que venía registrando en los últimos años, tanto en lo que se refiere al mercado primario como al secundario, destacando especialmente el impulso de la renta fija privada.

En conjunto, las emisiones brutas de renta fija alcanzaron un importe de 273.333 millones de euros, lo que supuso un aumento del 17% respecto a 2003. En cuanto a la deuda pública, la favorable situación de las cuentas públicas se reflejó en el predominio de las amortizaciones, si bien la emisión bruta aumentó ligeramente. Por otro lado, el mayor crecimiento relativo de las emisiones de renta fija privada hizo que al concluir el ejercicio éstas casi igualasen en saldo vivo a las emisiones de deuda pública (cuadro 3.1).

En comparación con el área euro, en España tuvo lugar un mayor crecimiento de las emisiones del sector financiero, motivado por su intensa actividad crediticia en el ámbito inmobiliario. En efecto, en los últimos años el crecimiento de la renta familiar disponible, los bajos tipos de interés y las favorables condiciones de financiación han impulsado intensamente la demanda de crédito hipotecario destinada a la financiación de

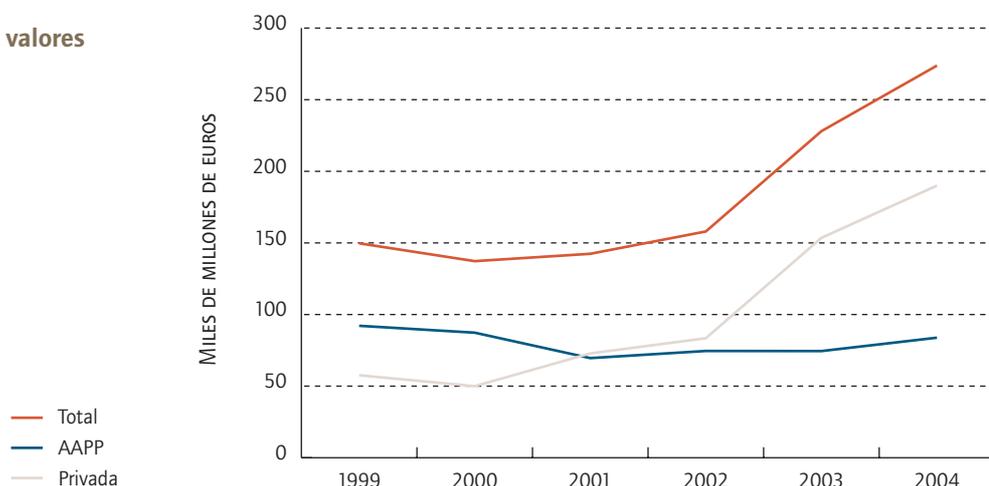
la actividad inmobiliaria y la construcción. Por otro lado, el aumento de los depósitos ha sido moderado, debido a que sus bajas remuneraciones han motivado que los ahorradores busquen otras inversiones alternativas. Esta evolución ha generado una brecha creciente entre créditos y depósitos, que las entidades de crédito han cubierto en parte con emisiones de valores.

El protagonismo del sector financiero restó peso al sector no financiero: así, al cierre del ejercicio el saldo vivo de la renta fija correspondiente a emisiones de las sociedades no financieras suponía el 1,7% del total en España, frente al 6,5% en la zona euro.

En cuanto a los mercados secundarios oficiales de renta fija, en 2004 se observó una trayectoria claramente distinta en la renta fija privada y en la deuda pública. En el primer caso, el dinamismo de la actividad emisora volvió a propiciar un incremento de la contratación, sobre todo en AIAF. Sin embargo, en la deuda pública se mantuvo una tendencia ligeramente negativa en la contratación a vencimiento que compensó el aumento de la contratación en operaciones con pacto de recompra y simultáneas.

Gráfico 3.1

### Evolución de la emisión de valores de renta fija en España



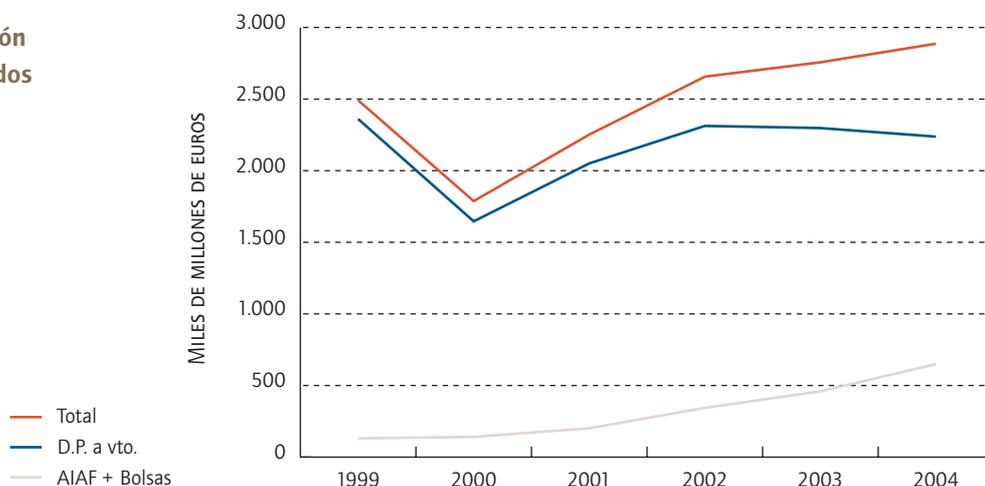
Cuadro 3.1

**Emisiones brutas y saldos vivos: distribución por emisores***Importes nominales en millones de euros*

	Importe		Variación (%)		Pro memoria: Área Euro	
	2003	2004	2003	2004	2004	% var.
<b>Emisiones brutas</b>	<b>233.622</b>	<b>273.333</b>	<b>43,9</b>	<b>17,0</b>	<b>8.038.300</b>	<b>11,6</b>
Administraciones Públicas	79.980	83.827	1,7	4,8	1.537.400	-1,8
Renta fija privada:	153.642	189.506	83,6	23,3	6.500.900	15,3
Instituciones financieras	140.955	177.067	95,6	25,6	5.474.700	15,7
Sociedades no financieras	12.686	12.439	9,0	-1,9	1.026.200	12,9
<b>Emisiones netas</b>	<b>75.473</b>	<b>127.633</b>	<b>83,0</b>	<b>69,1</b>	<b>639.700</b>	<b>7,9</b>
Administraciones Públicas	2.043	8.080	-81,0	295,5	222.100	2,4
Renta fija privada:	73.430	119.553	140,9	62,8	417.600	11,2
Instituciones financieras	74.303	119.469	126,8	60,8	403.300	26,5
Sociedades no financieras	-874	84	-61,7	109,6	14.300	-74,9
<b>Saldos vivos</b>	<b>540.019</b>	<b>666.939</b>	<b>15,5</b>	<b>23,5</b>	<b>9.320.900</b>	<b>7,2</b>
Administraciones Públicas	331.024	338.667	0,2	2,3	4.362.400	5,3
Renta fija privada:	208.995	328.271	52,5	57,1	4.958.500	8,8
Instituciones financieras	197.822	317.013	58,3	60,3	4.357.300	9,9
Sociedades no financieras	11.173	11.258	-7,4	0,8	601.200	1,6

Fuente: Banco de España, CNMV y BCE.

Gráfico 3.2

**Evolución de la contratación de renta fija en los mercados secundarios regulados****3.1. Deuda pública****3.1.1. Emisiones**

La contención del déficit público y la favorable evolución de la economía nacional limitaron la actividad emisora de las Administraciones Públicas en 2004 y propiciaron la realización de operaciones de amortización y el aumento del plazo de la deuda pública. Los volúmenes de emisión bruta y neta fueron inferiores a los programados para el ejercicio.

Las emisiones brutas de las Administraciones Públicas alcanzaron un importe de 83.827 millones de euros, lo que supuso un incremento del 4,8% respecto a 2003 (véase anexo A.I.9). La emisión neta durante el ejercicio fue de 8.086 millones de euros, que se desglosa en una emisión neta en valores de largo plazo de 9.509 millones y una desinversión neta de 1.423 millones de euros en valores de corto plazo (véase anexo A.I.10). Esta política de emisión contribuyó al aumento de la vida media de la deuda.

Cuadro 3.2

**Contratación de deuda del Estado. Conjunto del mercado.****Operaciones a vencimiento<sup>(1)</sup>, con pacto de recompra y simultáneas.***Importes nominales en millones de euros*

	2000	2001	2002	2003	2004	Var. (%) 04/03
<b>Letras:</b>	<b>2.512.543</b>	<b>2.723.402</b>	<b>2.235.874</b>	<b>2.607.855</b>	<b>2.273.363</b>	<b>-12,8</b>
A vencimiento	82.165	58.505	40.096	90.195	115.549	28,1
– Contado	79.820	58.116	40.096	89.751	114.951	28,1
– Plazo	2.345	389	0	444	598	34,7
Pacto de recompra	2.037.659	2.186.934	1.994.454	2.076.928	1.770.719	-14,7
Simultáneas	392.719	477.963	201.324	440.732	387.095	-12,2
<b>Bonos y obligaciones:</b>	<b>11.277.791</b>	<b>13.517.340</b>	<b>16.564.792</b>	<b>18.682.471</b>	<b>20.558.646</b>	<b>10,0</b>
A vencimiento	1.563.868	2.008.604	2.289.344	2.220.234	2.132.220	-4,0
– Contado	1.543.234	1.983.641	2.270.848	2.157.131	2.021.747	-6,3
– Plazo	20.634	24.963	18.496	63.103	110.473	75,1
Pacto de recompra	5.925.130	6.565.894	8.191.375	9.100.744	10.707.375	17,7
Simultáneas	3.788.793	4.942.842	6.084.073	7.361.493	7.719.051	4,9
<b>Total</b>	<b>13.790.334</b>	<b>16.240.742</b>	<b>18.800.666</b>	<b>21.290.326</b>	<b>22.832.009</b>	<b>7,2</b>

(1) La operativa a vencimiento comprende operaciones al contado y a plazo.

Fuente: Banco de España.

El saldo vivo a 31 de diciembre de la renta fija emitida por las Administraciones Públicas creció un 2,3% respecto al de 2003 y alcanzó un importe de 338.667 millones de euros (véase cuadro 3.1). Dentro de este total, el saldo vivo correspondiente a las emisiones de las Comunidades Autónomas alcanzó un importe de 26.400 millones de euros, con un aumento del 5,6% respecto a 2003.

**3.1.2. Negociación**

En el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones se distinguen dos grandes ámbitos de negociación: contratación entre las entidades titulares de cuenta y contratación de las entidades gestoras con terceros. La que se efectúa entre titulares de cuenta tiene, a su vez, dos posibles modalidades: la contratación a través de las plataformas electrónicas (Senaf, MTS-España, EuroMTS, Brokertec, etc.)<sup>1</sup> y la negociación bilateral.

Tanto en el segmento de titulares como en el de terceros, la operativa puede ser a vencimiento (en operaciones al contado y a plazo) o temporal (pacto de recompra y simultáneas). Dentro de las plataformas electrónicas, Senaf y MTS-España ofrecen negociación al contado con obligaciones y bonos del Estado y letras del Tesoro; y en simultáneas con obligaciones

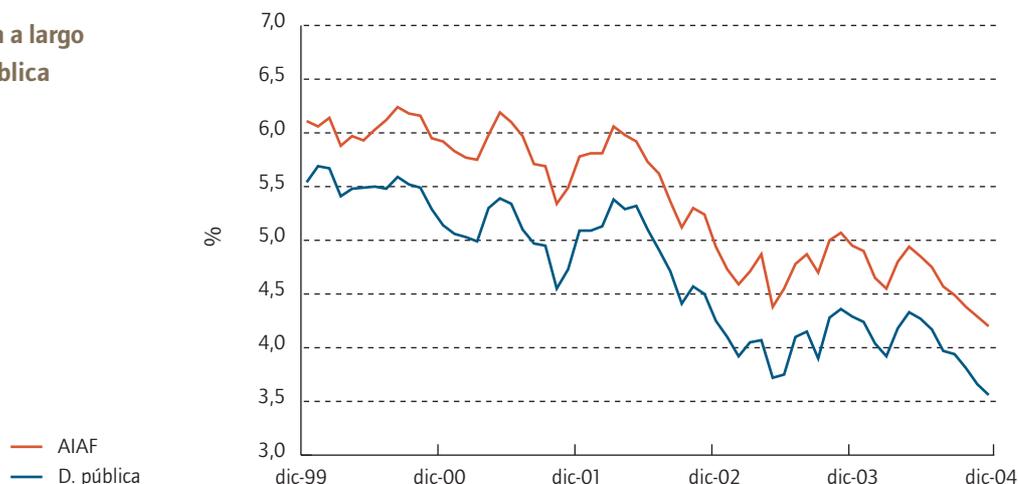
y bonos del Estado, mientras que EuroMTS y Brokertec ofrecen, sobre todo, negociación al contado con las principales referencias de bonos y obligaciones.

Considerando la totalidad de las operaciones, el importe negociado durante 2004 en el mercado de deuda anotada aumentó un 7,2% respecto al año anterior (véase cuadro 3.2). Sin embargo, la contratación en operaciones a vencimiento disminuyó ligeramente (-2,7%) debido al segmento de bonos y obligaciones (-4,0%). En especial, descendió la negociación a vencimiento entre titulares de cuenta (un 32,8%, porcentaje que resulta de un aumento del 37,3% en el caso de letras y un descenso del 37,6% en el de bonos y obligaciones) (Véase anexo A.I.11).

Esta reducción de operaciones a vencimiento entre titulares viene registrándose desde 2002, y se explica por un cúmulo de factores, entre los que cabe destacar la pérdida de atractivo del mercado de bonos español para la operativa de trading, debido a su creciente homogeneización con el mercado de bonos alemán y la falta de volatilidad del mercado que refleja las escasas expectativas de cambio a corto plazo en los tipos de interés.

<sup>1</sup> Senaf y MTS-España gozan de reconocimiento como sistemas organizados de negociación (SON), categoría expresamente regulada por la Ley del Mercado de Valores, y son supervisados por la CNMV. EuroMTS y Brokertec están establecidas en el Reino Unido conforme al régimen de autorización y supervisión imperante en ese país.

Gráfico 3.3

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

El descenso de la actividad entre titulares se concentró en la negociación de bonos y obligaciones en las plataformas electrónicas, ya que la negociación bilateral aumentó tanto en letras como en bonos y obligaciones, como puede verse en los anexos A.I.12 y A.I.13. La principal explicación se halla, probablemente, en que la operativa se ha desplazado fundamentalmente a operaciones de bases<sup>2</sup>, que los operadores canalizan en la parte de contado fundamentalmente a través del mercado telefónico. Aunque las plataformas electrónicas han hecho un esfuerzo para competir en este segmento, hasta la fecha no han podido participar con éxito en esa negociación.

La rentabilidad de las obligaciones del Estado a diez años, principal bono de referencia español, se situó en el 3,56% a cierre de 2004, tipo inferior en 73 puntos básicos al registrado al cierre de 2003. La rentabilidad de la deuda a tres años se redujo, en igual período, en 48 puntos básicos hasta el 2,44%. En general la pendiente entre los plazos largo y corto disminuyó moderadamente.

## 3.2. Renta fija privada

### 3.2.1. Instrumentos

España cuenta con dos mercados en los que se negocian instrumentos de renta fija privada: AIAF y el bursátil. La gama

de productos negociados actualmente en estos mercados es la siguiente:

- Exclusivamente en AIAF: pagarés de empresa y pagarés de titulización<sup>3</sup>, cédulas hipotecarias, cédulas territoriales, bonos de titulización, tanto hipotecaria (BTH) como de activos (BTA), participaciones preferentes, y otras emisiones<sup>4</sup>.
- Exclusivamente en las bolsas: bonos y obligaciones convertibles y canjeables.
- En ambos mercados: bonos y obligaciones no convertibles (corporativos y de entidades públicas) y antiguos «bonos matador».

### 3.2.2. Emisores, emisiones y saldos vivos admitidos en el mercado

Durante 2004, en AIAF, aumentaron los emisores, las emisiones y el saldo vivo, mientras que en el mercado bursátil descendieron las tres magnitudes. El número total de emisores presente en los mercados de renta fija fue de 351, de los que 25 tenían emisiones admitidas a cotización en ambos mercados, 299 cotizaban sólo en AIAF y 27 lo hacían exclusivamente en bolsa. El número total de emisiones entre ambos mercados fue de 2.724, de las que el 90% estaban listadas en AIAF y el 10% en alguna de las bolsas. El saldo vivo de los valores admitidos a negociación ascendió a 321.911 millones de euros, correspondiendo a AIAF el 95,5% de este importe (véase cuadros 3.3 y 3.4).

<sup>2</sup> Estas operaciones consisten en una compra (venta) de contratos de futuros acompañada, simultáneamente, de una venta (compra) al contado.

<sup>3</sup> Emisiones de pagarés de empresa realizados por fondos de titulización.

<sup>4</sup> Aportaciones financieras subordinadas emitidas por Eroski Sociedad Cooperativa y Fagor electrodomésticos.

Cuadro 3.3

**Emisores, emisiones y saldo vivo de renta fija en AIAF***Importes nominales en millones de euros*

	Nº emisores		Nº emisiones		Saldo vivo		Var. (%) 04/03
	2003	2004	2003	2004	2003	2004	
Pagarés	58	63	1.504	1.593	30.282	45.177	49,2
Bonos y obligaciones	216	272	581	786	121.972	196.613	61,2
Cédulas hipotecarias	9	10	32	41	38.413	57.324	49,2
Cédulas territoriales	2	3	2	5	3.500	5.800	65,7
Bonos Matador	21	20	40	34	2.976	2.515	-15,5
<b>Total</b>	<b>270</b>	<b>324</b>	<b>2.159</b>	<b>2.459</b>	<b>197.143</b>	<b>307.429</b>	<b>55,9</b>

Cuadro 3.4

**Emisores, emisiones y saldo vivo de renta fija en bolsa***Importes nominales en millones de euros*

	Nº emisores		Nº emisiones		Saldo vivo		Var. (%) 04/03
	2003	2004	2003	2004	2003	2004	
<b>Total</b>	<b>56</b>	<b>52</b>	<b>275</b>	<b>265</b>	<b>14.500</b>	<b>14.482</b>	<b>-0,1</b>
Deuda CCAA	3	3	78	87	6.160	7.198	16,9
Otros	53	49	197	178	8.340	7.284	-12,7
Bolsa de Barcelona	45	41	220	204	11.965	12.111	1,2
Bolsa de Bilbao	46	42	168	153	5.736	4.904	-14,5
Bolsa de Madrid	38	34	149	134	4.678	3.846	-17,8
Bolsa de Valencia	42	38	186	177	6.155	5.159	-16,2

Al cierre del año 2004, había 324 emisores en el mercado AIAF, esto es, 54 más que en la misma fecha del año anterior. Las emisiones y el saldo vivo de los títulos registrados en el mercado se incrementaron, respectivamente, un 14% y un 56%, destacando el gran aumento que se produjo en los bonos y obligaciones, que incluye los bonos de titulización. Respecto al sector al que pertenecen los emisores, destaca la importante participación de los sectores de *bancos y cajas* y de *entidades financieras*, ya que entre los dos concentraron el 86% de las emisiones registradas durante el año y el 91% del saldo vivo a fin de 2004.

En bolsa, el número de emisores se redujo en cuatro. Las emisiones admitidas a cotización eran 265 al final del año, 10 menos que un año antes. El saldo vivo<sup>5</sup> admitido se mantuvo prácticamente sin cambios<sup>6</sup> y se situó al cierre de ejerci-

cio en 14.500 millones de euros. Como se aprecia en el cuadro 3.4, la Bolsa de Barcelona fue la única que registró un aumento en el saldo vivo admitido a cotización. En la renta fija bursátil el sector público ha cobrado un peso decisivo durante los últimos años, tendencia que se ha mantenido en 2004 (véase cuadro 3.4)<sup>7</sup>.

**3.2.3. Mercado primario de renta fija privada**

Las emisiones brutas de renta fija privada registradas por la CNMV en 2004 ascendieron a 189.506 millones de euros, repartido un 39% en valores de corto plazo y un 61% en valores de largo plazo. Respecto al año anterior este volumen de emisiones aumentó un 23,3%, incremento basado exclusivamente en los valores emitidos a largo plazo, ya que la emisión de pagarés descendió (véase cuadro 3.5).

<sup>5</sup> En el saldo vivo bursátil no se contabiliza el de las emisiones del Mercado de Deuda Anotada, aunque éstas se pueden contratar en el mercado electrónico.

<sup>6</sup> Experimentó un leve descenso (-0,1%).

<sup>7</sup> Del saldo vivo de la renta fija privada más de las dos terceras partes correspondía de emisores del sector financiero.

Cuadro 3.5

**Emisiones brutas registradas en la CNMV: detalle por instrumentos***Importes nominales en millones de euros*

	2001	2002	2003	2004	Var. (%) 04/03
<b>A largo plazo</b>	<b>33.507</b>	<b>37.889</b>	<b>77.656</b>	<b>115.153</b>	<b>48,3</b>
Bonos y obligaciones no convertibles	9.548	3.557	14.726	38.124	158,9
– de las cuales: deuda subordinada	4.197	1.909	4.076	4.395	7,8
Bonos y obligaciones convertibles	456	238	179	63	-64,8
Cédulas hipotecarias	7.578	11.674	17.864	19.074	6,8
Cédulas territoriales	–	–	4.200	1.600	-61,9
Bonos de titulización	11.737	18.908	36.740	50.521	37,5
– de activos (BTA)	6.010	12.119	31.710	43.507	37,2
– hipotecarios (BTH)	5.727	6.789	5.030	7.014	39,4
Participaciones preferentes	4.060	3.237	3.360	5.542	64,9
Otras emisiones	128	274	586	230	-60,8
<b>A corto plazo</b>	<b>47.161</b>	<b>44.391</b>	<b>75.986</b>	<b>74.354</b>	<b>-2,1</b>
Pagarés de empresa	47.161	44.391	75.986	74.354	-2,1
– de los cuales: de titulización de activos	1.144	1.120	1.090	1.100	0,9
<b>Total</b>	<b>80.667</b>	<b>82.280</b>	<b>153.642</b>	<b>189.506</b>	<b>23,3</b>

A pesar del descenso de su emisión, los pagarés de empresa supusieron el 39% del importe total de las emisiones brutas, seguidos de los bonos de titulización, con el 27%, y de las obligaciones no convertibles, con el 20%.

Las emisiones de participaciones preferentes aumentaron un 65%. Todos sus emisores fueron filiales de entidades financieras nacionales que aprovechan las características de estos productos, que computan como recursos propios<sup>8</sup> en sus balances.

Por sectores, las instituciones financieras representaron más del 65% del importe total de las emisiones brutas de renta fija en España<sup>9</sup>.

El anexo A.I.15 recoge la evolución del número de emisores y emisiones distribuidas por tipo de instrumento financiero, y los anexos A.I.16, A.I.17, A.I.18 y A.I.19 detallan los principales emisores de renta fija durante el año 2004.

**Las emisiones de titulización**

Como se refleja en el cuadro 3.5, los bonos de titulización son el segundo instrumento por volumen de emisión, por detrás de los pagarés de empresa. En especial, cabe destacar el peso de los bonos de titulización de activos (BTA), que han registrado un crecimiento importante desde el año 2000 (véase gráfico 3.4).

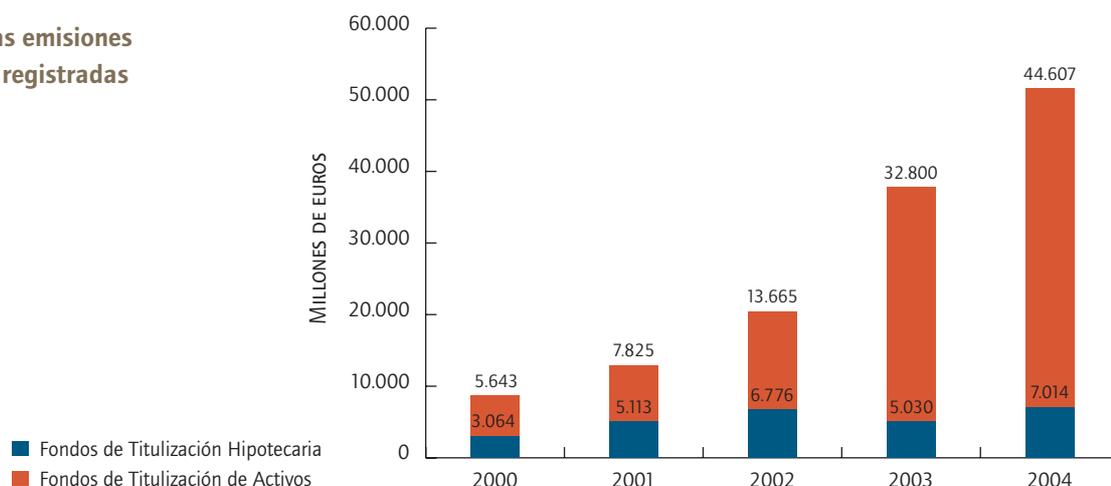
En el año 2004, algo más del 70% del importe registrado en bonos de titulización de activos (BTA) correspondió a emisiones respaldadas por cédulas hipotecarias singulares, participaciones hipotecarias o certificados de transmisión de hipotecas<sup>10</sup>. También resultó significativa la titulización de préstamos dirigidos a PYME y a créditos concedidos a las administraciones públicas, que supusieron el 20% y 5%, respectivamente, del importe registrado en BTA. Además de estos activos, se titularon créditos al consumo, créditos para financiar actividades agrícola-ganaderas y construcción de parques eólicos,

<sup>8</sup> La Ley 19/2003 introducía una nueva disposición adicional segunda en la Ley 13/1985, sobre coeficientes de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros, en la que se especifican las condiciones que deben satisfacer las participaciones preferentes emitidas en España o en la Unión Europea a efectos de su computabilidad como recursos propios de un grupo o subgrupo consolidable de EC, y se clarifica el régimen fiscal aplicable a las mismas. En este sentido, las participaciones preferentes tendrán que cumplir, entre otros, los siguientes requisitos: a) ser emitidas por una entidad de crédito o por una entidad residente en España o en un territorio de la Unión Europea, que no tenga la condición de paraíso fiscal, y cuyos derechos de voto correspondan a una entidad de crédito dominante de un grupo o subgrupo consolidable de entidades de crédito y cuya actividad u objeto exclusivos sea la emisión de participaciones preferentes; b) tener derecho a percibir una remuneración predeterminada de carácter no acumulativo; c) no otorgar a sus titulares derechos políticos, salvo en los supuestos excepcionales que se establezcan en las respectivas condiciones de emisión; d) tener carácter perpetuo, y e) cotizar en mercados secundarios organizados.

<sup>9</sup> Emisiones de los sectores privado y público.

<sup>10</sup> De acuerdo con el artículo 18 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero, pueden emitirse y comercializarse con esta denominación participaciones hipotecarias correspondientes a préstamos y créditos que no cumplan los requisitos establecidos en la Sección 2ª de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario.

Gráfico 3.4  
Evolución de las emisiones  
de titulización registradas  
en la CNMV



cedidos por entidades financieras, así como certificaciones de obra y otros derechos de crédito cedidos por empresas de construcción y servicios.

En cuanto a las operaciones de titulización individuales más destacadas, las de mayor tamaño se produjeron en el segmento

de BTA, donde cinco emisiones alcanzaron un importe igual o superior a 2.000 millones de euros. Las dos mayores, con importes de 4.100 y 3.300 millones de euros, respectivamente, emitidas por dos fondos de titulización de activos (FTA), gestionados por la sociedad gestora Ahorro y Titulización, consistieron en la titulización de cédulas hipotecarias singulares

### La titulización de derechos de crédito futuros

Durante los últimos años se ha producido un fuerte crecimiento de las emisiones de bonos de titulización, hasta el punto de que España se ha convertido en el segundo mercado más importante de Europa (el primero es el Reino Unido) en emisiones de este tipo de activos. Aunque el grueso de las emisiones corresponde a bonos respaldados por instrumentos del mercado hipotecario, el mercado español de titulización se nutre también con emisiones respaldadas por otros activos, como préstamos bancarios a PYME, cédulas territoriales, créditos al consumo, certificaciones de obra de las Administraciones públicas, etc.

Esta amplia diversidad en los activos susceptibles de titulización está avalada por la regulación<sup>(1)</sup>, que ha ido adaptándose a las innovaciones del mercado y ha establecido las necesarias salvaguardas para que estas operaciones puedan realizarse ordenadamente en el mercado español.

Queda, sin embargo, por desarrollar la regulación de una modalidad de titulización relevante para la consolidación de esta actividad en España: la titulización de derechos de crédito futuros. El interés tanto de los gestores de fondos de titulización como de los potenciales cedentes, así como la constatación de una creciente actividad internacional dentro de este segmento, han aconsejado abordar la regulación de esta modalidad<sup>(2)</sup>.

Debido a su naturaleza, la titulización de derechos de crédito futuros puede entrañar mayor complejidad y riesgo que otras operaciones de titulización. Una regulación prudente de esta actividad debe tener en cuenta que pueden producirse desajustes entre el valor asignado a los derechos en el momento de la cesión y su valor real en el futuro y, en consecuencia, debe establecer criterios de admisibilidad sobre los derechos susceptibles de titulización, de forma que se evite la titulización de derechos de crédito futuros de cuantificación imposible o escasamente fiable.

(1) La normativa básica es la siguiente: Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria, el Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los fondos de titulización de activos y las sociedades gestoras de fondos de titulización.

(2) El Proyecto de Orden Ministerial de determinación de derechos de crédito futuros susceptibles de incorporación a fondos de titulización de activos, concluyó la fase de audiencia pública.

Cuadro 3.6

**Contratación total en AIAF<sup>(1)</sup>***Importes nominales en millones de euros*

	2000	2001	2002	2003	2004	Var. (%) 04/03
Pagarés	47.342,4	100.812,0	212.701,6	265.603,6	291.902,6	9,9
Bonos y obligaciones	50.015,5	38.820,0	52.146,3	94.693,9	227.127,0	139,9
Cédulas hipotecarias	2.260,4	2.100,1	4.164,0	16.745,2	46.014,4	174,8
Cédulas territoriales	–	–	–	3.939,3	3.356,9	–14,8
Bonos Matador	1.140,6	2.000,7	3.458,0	3.107,2	3.628,8	16,8
<b>Total</b>	<b>100.758,8</b>	<b>143.732,8</b>	<b>272.469,9</b>	<b>384.089,2</b>	<b>572.029,7</b>	<b>48,9</b>

(1) Cuenta propia más cuenta de terceros.

Cuadro 3.7.

**Contratación de renta fija en las bolsas***Importes nominales en millones de euros*

	2000	2001	2002	2003	2004	Var. (%) 04/03
<b>Total</b>	<b>39.171,5</b>	<b>50.828,6</b>	<b>64.860,6</b>	<b>66.565,9</b>	<b>77.016,8</b>	<b>15,7</b>
Deuda CCAA	37.888,4	49.814,6	63.998,0	64.758,0	76.258,8	17,8
Otros	1.283,0	1.014,0	862,6	1.807,9	757,9	–58,1

emitidas por diversas cajas de ahorro. Entre las emisiones de BTA respaldadas por otros activos o derechos de crédito, cabe destacar una titulización de préstamos concedidos por BBVA a personas físicas para la adquisición de automóviles nuevos, por valor de 1.000 millones de euros, emitida por un FTA gestionado por Europea de Titulización. En cuanto a las emisiones de bonos de titulización hipotecaria (BTH), sólo tres de ellas superaron los mil millones de euros.

El anexo A.1.19 presenta los mayores emisores de bonos de titulización durante el ejercicio 2004, todos ellos con importes superiores a mil millones de euros que, en conjunto, representaron el 74% de la emisión total en este tipo de activos.

**3.2.3. Mercados secundarios de renta fija: AIAF y bolsas**

En España la renta fija privada se puede negociar en AIAF y en las bolsas<sup>11</sup>. En AIAF la negociación se puede realizar en dos segmentos: el primero corresponde a la contratación de los miembros entre sí y el segundo a la negociación de los miembros con sus clientes. La negociación con los clientes es bila-

teral, pero la negociación entre miembros puede realizarse de forma bilateral o mediante contratación electrónica (Senaf). En las bolsas, la contratación se puede llevar a cabo por medio de contratación electrónica o a viva voz. El sistema de contratación electrónica<sup>12</sup> interconecta a las cuatro bolsas; el procedimiento tradicional de viva voz<sup>13</sup> existe en todas las bolsas, excepto en la de Madrid.

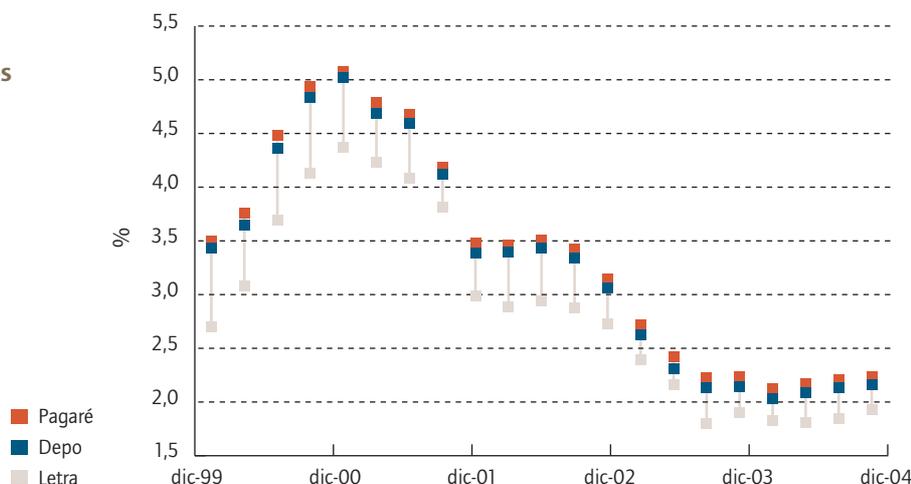
Durante el ejercicio 2004 ha aumentado la contratación de renta fija, tanto en AIAF como en las bolsas. En términos nominales la cifra conjunta ascendió a 649.000 millones de euros, de los que 572.000 millones correspondieron a AIAF y 77.000 millones a las bolsas (véanse cuadros 3.6 y 3.7).

En AIAF, el segmento con mayor negociación fue el de pagarés de empresa (véase cuadro 3.6), cuya contratación fue de 291.900 millones de euros (51% del total), aunque su crecimiento (9,9%) fue muy inferior al del conjunto del mercado debido al menor dinamismo de la actividad emisora en activos a corto plazo comentado anteriormente. En 2004 destacó

<sup>11</sup> En ninguno de estos dos ámbitos se negocia exclusivamente renta fija privada.<sup>12</sup> El denominado mercado electrónico de renta fija, al igual que el SIBE en renta variable, interconecta en tiempo real la contratación de las cuatro bolsas. Es un mercado de órdenes en el que se negocian títulos de renta fija privada y de deuda pública de forma electrónica a través de los terminales de contratación de los miembros de este mercado. La contratación de los valores se produce de forma continua y electrónica con difusión en tiempo real de toda su actividad, siendo el mercado anónimo tanto en órdenes como en negociaciones.<sup>13</sup> En las bolsas de Barcelona y Bilbao, la deuda pública emitida por el Gobierno de su correspondiente Comunidad Autónoma se computa en contratación a viva voz, pese a que la negociación es telefónica.

Gráfico 3.5

### Tipos de interés<sup>(1)</sup> de pagarés, depósitos interbancarios y repos a tres meses



(1) Promedios trimestrales.

el aumento registrado en la contratación de cédulas hipotecarias y de bonos y obligaciones. El único tipo de activo que registró una disminución fue el de cédulas territoriales (-14,8%).

La actividad por cuenta propia contribuyó mucho al aumento del volumen negociado. El anexo A.I.20 muestra los importantes aumentos en el caso de las cédulas hipotecarias y de bonos y obligaciones.

En el mercado bursátil la mayor parte de la negociación se llevó a cabo en la Bolsa de Barcelona, que con un volumen de 71 millardos de euros supuso el 92% del total nacional. Concretamente esta contratación se concentró en los títulos de deuda pública emitidos por la Generalidad de Cataluña cuyo importe ascendió a 70,7 millardos de euros.

La rentabilidad de la renta fija privada siguió la misma trayectoria que la de la deuda pública (véase gráfico 3.3). Así, el rendimiento medio de los pagarés de empresa se mantuvo bastante estable: durante el año los pagarés a tres meses aumentaron su rendimiento medio en 1 punto básico y en 16 puntos básicos los de vencimiento a 12 meses. Para el plazo de tres meses, el diferencial por riesgo de crédito respecto al repo sobre deuda pública se situó a final de 2004 en 34 puntos básicos, igual nivel que el existente al cierre de 2003, aunque en marzo llegó a descender hasta 20 puntos básicos (véase gráfico 3.5).

En cuanto al largo plazo, la rentabilidad de la deuda privada a más de 10 años cotizada en AIAF se situó en el 4,2% al finalizar el año, esto es, 75 puntos básicos por debajo del cierre de 2003.

### 3.3. Plan de competitividad del mercado español de renta fija

En los primeros meses de 2005 el Gobierno impulsó diversas medidas relacionadas con los mercados de valores, en el contexto del plan de dinamización de la economía e impulso de la productividad. La CNMV colaboró en el diseño de tales medidas.

#### Estandarización de folletos

A finales de 2004 la CNMV y el mercado de renta fija AIAF establecieron un grupo de trabajo cuyo principal objetivo fue el estudio de medidas que contribuyeran a la agilización de los trámites de verificación y registro por la CNMV de los folletos de emisión de valores de renta fija. A tal fin se diseñaron folletos-tipo estandarizados para el mayor número posible de valores, empezando por la renta fija simple, que constituyen la gran mayoría de emisiones que se registraron en 2004.

Los folletos-tipo estandarizados que se han diseñado se encuentran adaptados al Reglamento nº 809/2004 que desarrolla la Directiva 2003/71/CE relativa a folletos de emisión al público o admisión a negociación. En concreto, se ha estandarizado la denominada «Nota de valores» y «Condiciones finales» para bonos y obligaciones, simples o subordinadas, cédulas hipotecarias y cédulas territoriales. En el futuro se extenderá la estandarización a otros valores como los de titulización.

El objetivo último es lograr la informatización total de los trámites de remisión, verificación y registro mediante la utilización del «folleto electrónico».

### Posibilidad de emitir en base a la nueva Directiva de Folletos

Una parte de la nueva normativa europea de folletos fue incorporada por el Gobierno al ordenamiento jurídico español mediante la modificación de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (LMV), a través del Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso de la productividad y para la de la contratación pública.

Entre otras cosas, en dicho Real Decreto-Ley se recoge la posibilidad de que los emisores se acojan a los modelos del nuevo Reglamento 809/2004, que desarrolla la información contenida en los folletos<sup>14</sup>, facilitando así la adaptación al nuevo marco europeo de folletos de emisión.

### Escritura pública e inscripción en el registro mercantil

Otra de las medidas introducidas en el mismo Real Decreto-Ley ha sido la supresión de la exigencia de escritura pública e inscripción en el Registro Mercantil de las emisiones de obligaciones. Dado que en los registros administrativos de la CNMV cumplen en los mercados de valores la función de publicidad que antaño cumplía el Registro Mercantil, se evita así una duplicidad de trámites y unos costes innecesarios para los emisores.

### Tasas

Finalmente, el Gobierno aprobó un Proyecto de Ley de reformas en materia tributaria, cuyo Título IV contempla reducciones sustanciales de las tasas repercutidas por la CNMV a los emisores y a las entidades financieras por actos de verificación o supervisión motivados por sus actividades en renta fija. En concreto, el citado proyecto contempla las siguientes modificaciones:

- Tasas por registro de folletos informativos:
  - Folletos de emisión de valores con plazo final de vencimiento o de amortización superior a dieciocho meses: reducción de la cuota fija mínima de 1.626 euros a 975.
  - Folletos de admisión a negociación en bolsa: se establece una cuota mínima de 975 euros y máxima de 9.000 euros (topes hasta ahora inexistentes).

- Tasas por inspección y supervisión de determinadas entidades e instituciones:
  - Supervisión del proceso de verificación de requisitos de admisión de valores en mercados secundarios de renta fija (referido a AIAF): se establece una cuota mínima de 975 euros y máxima de 9.000 euros (topes hasta ahora inexistentes).
  - Supervisión de la actividad de las entidades adheridas al servicio de compensación y liquidación de valores. Actualmente la tasa se calcula en relación al saldo registrado<sup>15</sup> con un tipo de gravamen del 0,012 por mil con un mínimo de 16,27 euros. El anteproyecto propone para los valores de renta fija que el tipo de gravamen pase a la mitad, esto es, al 0,006 por mil.

<sup>14</sup> Véase apartado 1.2 del capítulo 11.

<sup>15</sup> Respecto a esta tarifa, la norma establece que: «[...] la base imponible será la media del valor nominal de los valores que mantenga como saldo, por cuenta propia y de terceros, en el citado Servicio o entidad encargada de la llevanza de los registros contables, el último día de cada uno de los meses del trimestre natural. El tipo de gravamen será de 0,012 por mil».

## [4] Emisores y gobierno corporativo

### 4.1. Información de los emisores

Para el buen funcionamiento de los mercados, los emisores de valores cotizados deben mantener un flujo constante de información a los inversores que es canalizado a través de la CNMV. Esta información puede ser clasificada en tres bloques: (i) información pública periódica; (ii) hechos relevantes, cuya frecuencia no es previsible, y (iii) otras informaciones como las variaciones en las participaciones significativas en el accionariado, los derechos de opción y la autocartera.

#### 4.1.1. Información anual, auditorías e información pública periódica

Todas las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en algún mercado secundario oficial que no estén sujetas al derecho público<sup>1</sup>, tienen la obligación de remitir a la CNMV la información anual y los informes de auditoría. La CNMV recibió en 2004 un total de 690 auditorías correspondientes a las cuentas anuales de 2003 y 50 informes especiales de auditoría.

El porcentaje de auditorías con una opinión favorable sobre las cuentas anuales alcanzó el 89,1%, lo que supone una mejora del 5,2% respecto a 2003. La CNMV acoge con satisfacción este aumento, ya que considera que la ausencia de salvedades es un requisito esencial para la transparencia del mercado. La obligatoria creación de comités de auditoría<sup>2</sup> y la importancia creciente de los principios de buen gobierno corporativo han influido, sin duda, en esta mejora.

Además, las entidades emisoras están legalmente obligadas a difundir información pública periódica, según la Ley del Mercado de Valores, con los contenidos que determine el Ministerio de Economía y Hacienda. En el caso de las sociedades con valores admi-

tidos a negociación en una bolsa de valores, la información se remite según los contenidos establecidos en el reglamento pertinente<sup>3</sup>. Por el contrario, las sociedades con valores negociados en el mercado AIAF no remiten actualmente dicha información, al estar el contenido a la espera de desarrollo reglamentario<sup>4</sup>.

Durante el pasado año, en materia de información anual la actuación de la CNMV estuvo encaminada a comprobar que los informes de auditoría y las cuentas anuales e informes de gestión estuvieran completos y a disposición del público<sup>5</sup>, además de efectuar un estrecho seguimiento del tratamiento dado a las salvedades. En concreto, la CNMV realizó las siguientes actuaciones durante el ejercicio 2004, respecto a la información sobre el ejercicio 2003:

- 115 entidades fueron requeridas por no enviar los informes de auditoría e informes especiales de auditoría<sup>6</sup> en los plazos establecidos.
- 32 entidades fueron requeridas para que remitiesen explicación justificativa de las salvedades presentadas en sus informes de auditoría (véase anexo A.I.21).
- Se solicitó información adicional a la presentada en las cuentas anuales a 56 emisores y, en su caso, explicación de las discrepancias detectadas entre las cuentas anuales y la información pública periódica.
- En el caso de las entidades cuya auditoría presentaba salvedades con impacto negativo en los resultados o fondos propios, se solicitó información adicional en relación con las acciones llevadas a cabo por el comité de auditoría para evitarlas.
- Se requirió manifestación expresa del comité de auditoría respecto a la elaboración y presentación a la junta de accionistas de un informe sobre la actividad realizada durante el ejercicio, que incluyese una descripción de las discrepancias habidas entre el Consejo de Administración y los auditores externos.

<sup>1</sup> Artículo 35 de la Ley del Mercado de Valores. «[...] No estarán sujetos al cumplimiento de lo dispuesto en los dos párrafos anteriores de este artículo el Estado, las Comunidades Autónomas y los Organismos Internacionales de los que España sea miembro, así como las demás entidades de derecho público que determine el Gobierno, quien establecerá la información anual y trimestral que, en su lugar, dichos emisores deberán hacer pública [...]».

<sup>2</sup> Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

<sup>3</sup> Orden de 18 de enero de 1991, sobre información pública periódica de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en Bolsas de Valores.

<sup>4</sup> Sin embargo, en un gran número de casos, estos emisores remiten dicha información al tener admitidos a negociación emisiones en las bolsas de valores.

<sup>5</sup> La CNMV pone a disposición del público, a través de su página web, el texto completo de las cuentas anuales, el informe de gestión e informe de auditoría de las sociedades emisoras, el resumen de las salvedades incluidas en opinión del auditor, respuesta a los requerimientos por existencia de salvedades y por ampliación de la información contenida en la memoria, los informes especiales de auditoría. Además se realiza un informe anual del ejercicio 2003 sobre las auditorías de las entidades emisoras.

<sup>6</sup> Los informes especiales de auditoría tienen por finalidad actualizar la información de las auditorías que contienen salvedades. Dicha actualización se realiza al cierre del primer semestre del ejercicio siguiente al correspondiente a la auditoría con salvedades.

Cuadro 4.1

**Resumen de las auditorías de sociedades emisoras recibidas en la CNMV<sup>(1)</sup>**

Porcentajes respecto al total de auditorías recibidas

	2001		2002		2003	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%
<b>1. Auditorías recibidas en la CNMV</b>						
<b>Total auditorías recibidas</b>	<b>657</b>	<b>100,0</b>	<b>679</b>	<b>100,0</b>	<b>690</b>	<b>100,0</b>
– Cuentas individuales	429	65,3	452	66,6	473	68,6
– Cuentas consolidadas	228	34,7	227	33,4	217	31,4
– Informes especiales O.M. 30/9/92	70		65		50	
<b>2. Opinión de auditoría</b>						
– Opinión favorable	563	85,7	570	83,9	615	89,1
– Opinión con salvedades	94	14,3	109	16,1	75	10,9
<b>3. Tipos de salvedades</b>						
– Nº de auditorías con excepciones	45	6,8	71	10,5	45	6,5
– Nº de auditorías con incertidumbres y otras	49	7,5	49	7,2	43	6,2
– Nº de auditorías con limitaciones	15	2,3	12	1,8	5	0,7
<b>4. Efecto de las excepciones</b>						
<b>4.1. Sobre los resultados</b>						
– Nº de auditorías con efectos positivos	18	2,7	18	2,7	18	2,6
– Nº de auditorías con efectos negativos	19	2,9	44	6,5	21	3,0
<b>4.2. Sobre el patrimonio</b>						
– Nº de auditorías con efectos positivos	16	2,4	15	2,2	11	1,6
– Nº de auditorías con efectos negativos	1	0,2	9	1,3	5	0,7
<b>5. Naturaleza de las incertidumbres y otras</b>						
– Continuidad del negocio	8	1,2	10	1,5	14	2,0
– Contingencias fiscales	8	1,2	17	2,5	10	1,4
– Recuperación de activos	12	1,8	12	1,8	15	2,2
– Efectos de la devaluación del peso argentino	11	1,7	2	0,3	0	0,0
– Contenciosos y litigios	7	1,1	15	2,2	10	1,4
– Denegación de opinión u opinión adversa	1	0,2	1	0,1	1	0,1
– Otras incertidumbres	15	2,3	14	2,1	16	2,3

(1) Datos extraídos del Registro Público de Auditorías de la CNMV. Corresponden a los informes de auditoría de cuentas anuales e informes especiales recibidos en la CNMV hasta el 31 de diciembre de cada ejercicio. Los porcentajes se han calculado con relación al número total de auditorías recibidas.

#### 4.1.2. Hechos relevantes y otras comunicaciones recibidas en la CNMV

La CNMV recibió un total de 6.538 comunicaciones de información relevante en 2004, lo que supone un aumento del 1,8% respecto al año anterior. Por tipo de información, las comunicaciones registradas como *hechos relevantes* experimentaron un aumento del 6,5% respecto a 2003, mientras que las comunicaciones registradas como *otras comunicaciones*<sup>7</sup> descendieron un 13,3%.

Entre los hechos relevantes cabe destacar el incremento de las comunicaciones por *avance de resultados de las sociedades emisoras*, que pasaron de 225 comunicaciones en 2003 a 966 en 2004. Este incremento se debió a la decisión de la CNMV<sup>8</sup>, tomada en 2003, de tratar la información pública periódica de todos los emisores como *hecho relevante*, cuando anteriormente sólo los avances de mayor trascendencia eran difundidos a través de esta vía.

<sup>7</sup> Informaciones consideradas por la normativa como no relevantes y remitidas voluntariamente por las empresas admitidas a cotización.

<sup>8</sup> Desde el 1 de julio de 2003, de acuerdo con la Circular 2/2002 de la CNMV, la información pública periódica se debe remitir a la CNMV a través del sistema de comunicación cifrada CIFRADO, procediéndose automáticamente a publicarse como *hecho relevante*.

### Aplicación de las Normas Internacionales de Información Financiera a partir del ejercicio 2005

Siguiendo la normativa de la Unión Europea<sup>(1)</sup>, las entidades que hubieran emitido valores admitidos a negociación en un mercado regulado y tengan que presentar cuentas anuales e informe de gestión consolidados en el ejercicio que comience a partir del 1 de enero de 2005, deberán aplicar las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

En diciembre de 2004, la CNMV sometió a consulta pública un proyecto de Circular sobre la aplicación de las NIIF en la elaboración de la información financiera periódica correspondiente al ejercicio 2005, dado que la información en el período de transición también debe adaptarse a dicho formato. Dicha Circular fue finalmente aprobada el 1 de abril (Circular 1/2005). Entre sus contenidos destacan:

- Sustitución de los actuales modelos de información pública periódica para permitir la presentación de la información consolidada de conformidad con las NIIF.
- Determinación de la forma y grado de detalle de la información relativa a operaciones con partes vinculadas que debe facilitarse con carácter semestral<sup>(2)</sup>.
- Desarrollo de los desgloses de información semestral relativos a emisiones de empréstitos u otros valores que generen deuda, introduciendo un nuevo apartado en el que se incluirán las principales características de los valores emitidos por las entidades obligadas a presentar la información pública periódica semestral o por sociedades pertenecientes a su perímetro de consolidación, así como información de aquellas emisiones en las que alguna entidad del perímetro de consolidación haya prestado algún tipo de garantía.

(1) Reglamento (CE) n.º 1606/2002, del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a la aplicación de normas internacionales de contabilidad y Reglamento (CE) n.º 1725/2003, de la Comisión, que determina la adopción de determinadas Normas Internacionales de Información Financiera, de conformidad con el anterior reglamento.

(2) Este desarrollo reglamentario se elaboró en virtud de la habilitación otorgada a la CNMV por la Orden EHA/3050/2004, de 15 de septiembre. Dicha Orden desarrolla reglamentariamente el artículo 35 de la Ley del Mercado de Valores, especificando quién se considera parte vinculada, cuáles son las operaciones con partes vinculadas que se deben comunicar, cuál es la forma de presentar esta información y el nivel de agregación que puede utilizarse.

Cuadro 4.2

#### Hechos relevantes y otras comunicaciones recibidas en la CNMV

Tipo	2003	2004	Var. (%) 04/03
<b>Hechos relevantes</b>	<b>4.887</b>	<b>5.204</b>	<b>6,5</b>
Adquisiciones o transmisiones de participaciones	279	87	-68,8
Anuncio de convocatorias y acuerdos de juntas	602	582	-3,3
Avance de resultados de sociedades emisoras	225	966	329,3
Cambios del Consejo y de otros órganos de gobierno	264	355	34,5
Comité de auditoría (Ley 44/2002)	431	49	-88,6
Información periódica de fondos de titulización de activos	405	805	98,8
Información periódica de fondos de titulización hipotecaria	678	735	8,4
Informe anual de gobierno corporativo	0	201	-
Suspensiones de negociación y levantamientos	154	135	-12,3
Exclusiones de negociación (incluidos acuerdos previos)	113	74	-34,5
Otros	1.736	1.215	-30,0
<b>Otras comunicaciones</b>	<b>1.538</b>	<b>1.334</b>	<b>-13,3</b>
Anuncio de pagos de cupones y dividendos	277	288	4,0
Información sobre resultados de sociedades emisoras	557	447	-19,7
Presentaciones sobre la compañía	132	151	14,4
Otros	572	448	-21,7
<b>Total</b>	<b>6.425</b>	<b>6.538</b>	<b>1,8</b>

Las sociedades cuyos valores de renta fija cotizan en las bolsas o en AIAF, están obligadas a la comunicación de hechos relevantes de la misma forma que aquellas que tienen acciones cotizando en las bolsas. Precisamente, hay que señalar que entre los hechos relevantes comunicados a la CNMV uno de los que más aumentaron durante el pasado ejercicio fueron los relacionados con la información periódica de fondos de titulación de activos. Si a éstos se les añade los correspondientes a la información periódica de fondos de titulación hipotecaria, se tiene que estos dos conceptos supusieron casi la tercera parte del total de hechos relevantes comunicados a la CNMV y, además, aumentaron un 42,2% en 2004 cuando el conjunto de hechos relevantes tuvo un incremento del 1,8%.

#### 4.1.3. Participaciones significativas

Durante el ejercicio 2004, se incorporaron al registro público 2.398 comunicaciones de participaciones significativas<sup>9</sup>, lo que supuso un descenso del 6,8% respecto a 2003. En el anexo A.I.22 se indica el número de accionistas significativos de las sociedades que componen el Ibex 35 a 31 de diciembre de 2004, agrupados por tramos de participación<sup>10</sup>.

#### 4.1.4. Derechos de opción

El Real Decreto 1370/2000<sup>11</sup> y la Circular 4/2000<sup>12</sup> establecen la obligación que tienen los miembros del Consejo de Administración de entidades cotizadas de comunicar las adquisiciones o transmisiones de derechos de opción sobre acciones de

Cuadro 4.3

#### Comunicaciones de derechos de opción a 31/12/2004

Entidades	Índice / Mercado	Nº consejeros
ACS	Ibex 35	4
Altadis	Ibex 35	2
Bankinter	Ibex 35	9
Banco Santander Central Hispano	Ibex 35	5
Construcciones y Auxiliar de Ferrocarriles (CAF)	Mercado Continuo	4
Campofrío	Mercado Continuo	6
Corporación Financiera Alba	Mercado Continuo	3
Grupo Ferrovial	Ibex 35	3
Promotora de Informaciones (Prisa)	Mercado Continuo	7
Iberia, Líneas Aéreas de España	Ibex 35	2
Industrias de Diseño Textil (Inditex)	Ibex 35	8
Indra Sistemas	Ibex 35	12
Inypsa Informes y Proyectos	Corros	1
Jazztel	Mercado Continuo	5
Logista, Compañía de Distribución Integral	Mercado Continuo	1
Recoletos, Grupo de Comunicación	Mercado Continuo	3
Service Point Solutions	Mercado Continuo	2
Sogecable	Ibex 35	1
Tele Pizza	Mercado Continuo	9
Telefónica Móviles	Ibex 35	1
Telefónica Publicidad e Información (TPI)	Ibex 35	1
Transportes Azkar	Mercado Continuo	2
Unión FENOSA	Ibex 35	2
Unipapel	Mercado Continuo	1
<b>Total (24 entidades)</b>		<b>94</b>

<sup>9</sup> Siguiendo el Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas.

<sup>10</sup> Esta información puede consultarse en el apartado «Participaciones significativas y autocartera» de la página web de la CNMV. La información disponible para el público es la posición final de acuerdo con la última comunicación remitida por el sujeto obligado a realizarla.

<sup>11</sup> 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 adquisición por éstas de acciones propias.

<sup>12</sup> Circular 4/2000, de 2 de agosto, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores por la que se establecen los modelos de las comunicaciones de derechos de opción y sistemas retributivos de administradores y directivos en sociedades cotizadas.

### Plazos de comunicación de participaciones significativas, adquisición de acciones propias y derechos de opción

El Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisición por éstas de acciones propias, determina, entre otros aspectos, los plazos en los que se deberán remitir las comunicaciones de participaciones significativas, adquisición de acciones propias y derechos de opción por parte de los sujetos obligados:

a) Las comunicaciones de participaciones significativas deberán efectuarse por parte de los accionistas significativos y administradores de las sociedades cotizadas dentro de los siete días hábiles siguientes a la fecha de contrato.

b) Las comunicaciones de adquisición de acciones propias por sociedades cotizadas o por las sociedades dominadas por las sociedades cotizadas deberán efectuarse en el plazo de siete días contados desde la fecha de la operación o adquisición que hubiera generado la obligación de comunicar.

c) Las comunicaciones de derechos de opción deberán efectuarse por parte de los administradores en un plazo no superior a siete días hábiles contados desde el momento de otorgamiento de los derechos específicos de opción sobre acciones de la sociedad cotizada en la que ejerzan su cargo.

Las comunicaciones anteriormente mencionadas deberán remitirse tanto en plazo como en los modelos específicamente aprobados para ello.

Las comunicaciones a las que hacen referencia los apartados a) y b) se presentarán mediante documento escrito en soporte papel y se efectuarán cumplimentando los modelos específicos aprobados en la Circular 2/1991, de 24 de abril, de la CNMV.

Las comunicaciones a las que hace referencia el apartado c) se presentarán mediante documento escrito en soporte papel y se efectuarán cumplimentando el modelo específico aprobado por la Circular 4/2000, de 2 de agosto, de la CNMV.

la propia sociedad<sup>13</sup>. En el cuadro 4.3 se incluyen aquellas sociedades cuyos consejeros tenían comunicados derechos de opción u otros derechos asimilados al cierre del ejercicio 2004.

#### 4.1.5. Autocartera

Durante el ejercicio 2004, se recibieron 241 comunicaciones de adquisición de acciones propias<sup>14</sup>, lo que supone un incremento del 16,4% respecto a 2003.

Debe reseñarse que el pasado año, el Consejo de la CNMV acordó la difusión pública de la comunicación de autocartera, hasta ahora de obligatoria comunicación pero no pública, a partir del 1 de marzo de 2004. La decisión, adoptada el 2 de febrero, se halla en consonancia con lo dispuesto en la Ley de Transparencia<sup>15</sup>, que prevé la publicación de esta información en el informe anual sobre gobierno corporativo, así como con la Directiva de Transparencia<sup>16</sup>. La Ley de Transpa-

<sup>13</sup> A estos efectos se asimilan al derecho de opción sobre acciones, los *warrants*, las obligaciones convertibles o canjeables y cualesquiera otros valores que atribuyan a sus titulares el derecho a suscribir o adquirir acciones.

<sup>14</sup> Regidas por la disposición adicional primera de la Ley de Sociedades Anónimas y el Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas.

<sup>15</sup> Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas (modificada por la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social).

<sup>16</sup> Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE.

rencia establece que en el informe anual de gobierno corporativo se indique la autocartera de la sociedad y las variaciones significativas que ésta hubiera experimentado.

## 4.2. Gobierno corporativo

La Ley de Transparencia aprobada en julio de 2003<sup>17</sup> introdujo importantes medidas para fomentar la transparencia de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales. Entre ellas destaca la obligación para las sociedades anónimas cotizadas de ofrecer información sobre las medidas de blindaje y los pactos parasociales adoptados, de publicar un informe de gobierno corporativo y de disponer de una página web para la difusión de información relevante a los mercados y para atender el ejercicio del derecho de información de sus accionistas. Además, contempla el ejercicio de voto en las juntas generales a través de sistemas telemáticos.

La mencionada ley es aplicable a las sociedades anónimas cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado oficial de valores. Lo dispuesto en la ley respecto al informe de gobierno corporativo será también de aplicación, de acuerdo con su naturaleza jurídica, a las restantes entidades que emitan valores que se negocien en mercados oficiales de valores, como, por ejemplo, las cajas de ahorro.

En desarrollo de la citada Ley de Transparencia, la CNMV aprobó la Circular 1/2004, de 17 de marzo, sobre el informe anual de gobierno corporativo, como se explica con más detalle en el apartado 2 del capítulo 11.

Las medidas impulsadas por esta ley tuvieron reflejo en la información remitida por los emisores a la CNMV durante 2004. Diversas sociedades cotizadas aprobaron sus informes anuales de gobierno corporativo con anterioridad a la entrada en vigor de la citada Circular 1/2004, lo que hizo que los informes elaborados durante este primer ejercicio no tuvieran un contenido y formato plenamente homogéneo entre sí.

### 4.2.1. Restricciones estatutarias y pactos parasociales

#### Restricciones estatutarias

La citada Circular 1/2004 estableció la obligación de señalar en el informe de gobierno corporativo las restricciones legales y estatutarias al ejercicio de los derechos de voto, así como las restricciones legales a la adquisición o transmisión de par-

ticipaciones en el capital social; mayorías reforzadas, distintas de las legales, en algún tipo de decisión, tanto en el Consejo de Administración como en la Junta general de accionistas; requisitos distintos de los relativos a los consejeros, para ser nombrado presidente y cláusulas de garantía o blindaje.

De acuerdo con la información facilitada en ese primer informe anual de los emisores y en otras informaciones reglamentarias remitidas a la CNMV, por las compañías que componen el índice Ibex 35:

- 10 compañías tenían restricciones legales o estatutarias para el ejercicio del derecho de voto.
- 10 compañías tenían establecido en sus estatutos el requisito de mayorías reforzadas para tomas de decisión por el Consejo de Administración.
- 5 compañías tenían establecido en sus estatutos el requisito de mayorías reforzadas para tomas de decisión en la Junta general de accionistas.
- 3 compañías tenían establecidos requisitos adicionales para ser presidente del Consejo de Administración.
- Por último, era generalizada la existencia de un requisito mínimo de acciones para la asistencia a la Junta general de accionistas. El número mínimo variaba entre un rango de 600 a 10 acciones en un total de 28 compañías.

#### Pactos parasociales

La Ley de Transparencia y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas establecen la obligación de dar publicidad a los pactos parasociales que afecten a una sociedad cotizada. Se entiende como pactos parasociales aquellos que regulan el ejercicio del derecho de voto en las juntas generales o que restringen la libre transmisibilidad de las acciones en las sociedades anónimas cotizadas. También están sujetos a esta obligación de publicidad los pactos parasociales cuyo ámbito de aplicación sea una entidad que ejerza el control sobre una sociedad cotizada.

La Ley tipifica como infracción grave la falta de comunicación, depósito en el Registro Mercantil o publicación como hecho relevante, de dichos pactos. La norma, no obstante, estableció un régimen transitorio para los pactos preexistentes y dio un cierto plazo para comunicarlos. En cumplimiento de esta norma durante el ejercicio 2004 se recibieron comunicaciones relativas a diez sociedades cotizadas que afectan al porcentaje de capital que se señala en el cuadro 4.4.

<sup>17</sup> Ley 26/2003, de 17 de julio de 2003, que modifica la Ley del Mercado de Valores y el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.

## Cuadro 4.4

**Pactos parasociales: porcentaje de capital social afectado<sup>(1)</sup>**

Entidad afectada	Mercado	%	Entidad afectada	Mercado	%
Cementos Molins	Corros	90,1	La Seda de Barcelona <sup>(2)</sup>	Mdo. Continuo	5,3
Prisa	Mdo. continuo	44,5	Getevisión Telecinco	Mdo. Continuo	65,0
Unipapel	Mdo. continuo	2,7	Tubacex	Mdo. Continuo	6,1
Corporación Fin. Alba	Mdo. continuo	62,8	Natra	Mdo. Continuo	15,0
La Seda de Barcelona	Mdo. continuo	18,9	Natraceutical	Nuevo mercado	7,2

(1) Según información comunicada al Registro de Participaciones Significativas a finales de 2004.

(2) Hay dos pactos comunicados en La Seda de Barcelona. En ellos intervienen dos y tres accionistas, respectivamente.

**4.2.2. Voto a distancia en las juntas generales**

Las normas que impulsan las prácticas de buen gobierno en las sociedades cotizadas<sup>18</sup> conceden una particular importancia al funcionamiento de las juntas generales de accionistas y a la promoción de una mayor participación de todos los accionistas en la toma de decisiones sociales.

La utilización de sistemas de voto a distancia tiene un enorme potencial para facilitar dicha participación. A noviembre de 2004, de un total de 196 sociedades cotizadas analizadas, 95 habían modificado sus estatutos para introducir la posibilidad de delegación o de voto a distancia en las juntas. En las juntas celebradas en 2004, dos entidades posibilitaron la representación y/o voto por medios telemáticos y otra facilitó la posibilidad de representación a distancia.

Para favorecer la utilización del voto a distancia, es importante que:

- En los estatutos se incluya una regulación detallada de todo el proceso, cuyos aspectos prácticos se recojan en el reglamento de funcionamiento de la Junta de accionistas.
- Es preciso garantizar adecuadamente la identidad del sujeto que ejerce su derecho al voto para evitar cualquier riesgo sobre la validez de los acuerdos. Por ello, es determinante disponer de una relación de accionistas con derecho de asistencia y voto. Actualmente, esta información es suministrada por el correspondiente servicio de compensación y liquidación de valores<sup>19</sup>.

- Es necesario diseñar un modelo eficaz, seguro, fácilmente comprensible y utilizable por cualquier accionista, que dé respuesta a los riesgos posibles y mantenga unos niveles adecuados de confidencialidad, autenticidad, integridad y control de acceso.
- Por último, las sociedades deben hacer un esfuerzo significativo para dar a conocer el sistema de voto a distancia entre sus accionistas minoritarios.

**4.2.3. Páginas web de las sociedades cotizadas**

La obligación establecida en la Ley de Transparencia para las sociedades anónimas cotizadas de disponer de página web para la difusión de información relevante y para atender el ejercicio del derecho de información de los accionistas, ha sido desarrollada en lo que concierne a la estructura y al contenido de estas páginas por dos normas: la Orden ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, y la Circular 1/2004 de la CNMV, de 17 de marzo. Esta última norma concreta los aspectos relativos al contenido mínimo de la información que debe incluirse en las páginas web de las sociedades cotizadas (hechos relevantes, convocatorias de juntas, información financiera y corporativa...), así como las especificaciones técnicas y jurídicas aplicables a este instrumento de información.

Desde la entrada en vigor de la Circular, la CNMV ha analizado las páginas web de las 196 sociedades que cotizan en España<sup>20</sup>, trasladando a las entidades aquellos aspectos incompletos o susceptibles de mejora de sus páginas web o bien realizando requerimientos por escrito en el caso de que las enti-

<sup>18</sup> La Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifica la LMV y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas para reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas y la Orden Ministerial ECO/3722/2003, de 26 de diciembre, sobre el informe anual de gobierno corporativo.

<sup>19</sup> Según el artículo 22 del Real Decreto 116/1992 de representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles.

<sup>20</sup> En esta cifra no se incluyen las sociedades que han estado suspendidas de cotización por un periodo prolongado, las que han iniciado trámites para excluirse de negociación, las SIM y las SIMCAV.

dades carecieran de página web o de sección específica para los inversores. Los análisis se han realizado desde una doble perspectiva: una de carácter marcadamente objetivo en el que se han revisado aspectos que derivan directamente de la norma, y otra de carácter más subjetivo en la que se ha primado la perspectiva del inversor: rapidez y facilidad en el acceso a los contenidos, estructura sencilla e intuitiva, etc.

De dicho análisis se deduce que a finales de 2004 el 83% de las sociedades del Ibex 35 poseía una página web adaptada a la Circular 1/2004 y sólo el 17% tenía páginas con alguna deficiencia. La situación, sin embargo, era menos favorable en el caso de las restantes sociedades, de forma que de las 196 empresas analizadas, sólo un 50% se podía considerar que tenía su página web adaptada.

## [5] Registro, contrapartida, compensación y liquidación

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

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

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

### 5.1. Iberclear

La Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. Unipersonal, cuyo

nombre comercial es Iberclear, tiene encomendadas las funciones de registro, compensación y liquidación de valores para los valores de ámbito nacional. Iberclear es propiedad al 100% del *holding* Bolsas y Mercados Españoles (BME) y su actividad principal se desarrolla en el ámbito de los valores que se negocian en los mercados bursátiles, de deuda pública y AIAF. Al finalizar 2004 Iberclear contaba con 254 entidades participantes, siete menos que en 2003 (véase cuadro 5.1).

Cuadro 5.1

#### Entidades participantes en Iberclear

	2003	2004
<b>Total Iberclear<sup>(1)</sup></b>	<b>261</b>	<b>254</b>
Bolsas	106	105
Latibex	91	89
AIAF	92	76
Deuda pública	217	207

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

El ejercicio 2004 fue el primer año completo tras la fusión del Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV) y la Central de Anotaciones de Deuda del Estado (CADE) en Iberclear<sup>1</sup>. En líneas generales, los indicadores de actividad de las dos plataformas gestionadas por Iberclear (Iberclear-CADE para valores negociados en el Mercado AIAF de Renta Fija y en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones e Iberclear-SCLV para valores negociados en Bolsas y en Latibex) reflejaron la evolución de la contratación en los mercados de referencia (véase capítulos 2 y 3).

#### 5.1.1. Iberclear-CADE

En cuanto a las labores de registro en esta plataforma, hay que señalar que a fin de año había 2.803 emisiones registradas con un valor nominal de 638.029 millones de euros (véase cuadro 5.2). Las más numerosas eran las listadas en AIAF,

<sup>1</sup> La fusión entre el SCLV, afecto a los valores bursátiles y de AIAF, y CADE, encargada de la Deuda pública, tuvo lugar el 1 de abril de 2003.

### El papel de las centrales de depósito de valores en las transacciones transfronterizas

Las actividades de compensación, liquidación y registro de las operaciones de valores transfronterizas revisten una complejidad notable. Este tipo de operaciones es cada día más habitual, particularmente en Europa, debido a la creciente integración de los mercados.

Por una parte, los inversores invierten de forma transfronteriza, pero también es frecuente que existan valores emitidos en un país, pero que estén admitidos a negociación en un mercado secundario de un país distinto. Por ejemplo, en los mercados españoles están presentes emisores extranjeros como es el caso de Bayer A.G.

Asimismo, hay emisores españoles cuyos títulos se negocian en mercados extranjeros, como Telefónica (sus títulos se pueden adquirir en las Bolsas de Londres, París, Francfort, Tokio, Nueva York, Lima, Buenos Aires, São Paulo y Londres) o Repsol-YPF (negocia en Nueva York y Buenos Aires), entre otros. En todos estos casos se presenta la necesidad de llevar a cabo operaciones de compensación, liquidación y registro de forma también transfronteriza.

Una entidad financiera interesada en invertir en valores negociados en otros países puede canalizar su inversión (o la de sus clientes) de distintas formas:

- Acceso directo. La entidad se convierte en miembro de una central de depósito de valores extranjera. Sin embargo, esta opción puede no estar disponible, ya que muchos sistemas no permiten a empresas no residentes ser participantes del mismo. Además, si una entidad está interesada en invertir en multitud de países diferentes, puede no ser factible, ni económicamente rentable, convertirse en miembro de tantos sistemas diferentes como países en los que se plantee invertir.
- Acceso indirecto. Para ello, la entidad puede utilizar los servicios de un agente local miembro del sistema de liquidación, convirtiéndose, por tanto, en un cliente del agente local.
- Custodio global. La entidad puede establecer una relación con un custodio global y será éste quien le proporcione acceso a las centrales de depósito de valores de otros países, bien porque una de sus sucursales sea participante de los mismos, bien porque el custodio global sea cliente de un agente local participante en el sistema de liquidación extranjero.
- Central de depósito de valores internacional (CDVI). Puede utilizarse una CDVI, como Euroclear y Clearstream, que prestan sus servicios en Europa. Aunque las CDVI mantienen enlaces con algunas centrales de depósito de valores nacionales, en la mayoría de los casos operan mediante accesos indirectos. Tanto Euroclear como Clearstream proporcionan a sus clientes servicios bancarios y la posibilidad de liquidar en distintas monedas.
- Enlaces directos entre centrales de depósito de valores nacionales. Mediante estos enlaces, dos centrales de depósito de valores nacionales se conectan entre sí y permiten a sus respectivos miembros liquidar operaciones transfronterizas entre ambos sistemas.

En el caso español, la liquidación y el registro de las operaciones relacionadas con la actividad de inversión extranjera comentada anteriormente se realiza, principalmente, mediante accesos indirectos, en los que una entidad residente participante en Iberclear actúa como agente local de los inversores extranjeros. No obstante, Iberclear mantiene conexiones directas con las centrales depositarias nacionales europeas y latinoamericanas que se detallan en el cuadro adjunto. Actualmente, estos enlaces sólo permiten tramitar transferencias de valores libres de pago.

#### Enlaces de Iberclear con otros depositarios

	Mercado de Deuda pública anotada	Mercado bursátil	Latibex
Alemania (Clearstream-Francfort)	Bilateral	–	–
Argentina (Caja de Valores)	–	Valores españoles	Valores argentinos
Brasil (CBLC)	–	–	Valores brasileños
Francia (Euroclear-Francia) <sup>(1)</sup>	Bilateral	Bilateral	–
Italia (Monte Titoli)	Bilateral	Bilateral	–
Países Bajos (Euroclear-Holanda) <sup>(1)</sup>	Bilateral	Bilateral	–

\* Clearstream-Francfort, Euroclear-Francia y Euroclear-Holanda actúan como depositarios centrales nacionales para Alemania, Francia y Holanda, respectivamente. Iberclear mantiene enlaces con estas entidades, pero no con las correspondientes centrales depositarias internacionales.  
Fuente: Iberclear.

Cuadro 5.2

**Iberclear CADE. Actividades de registro***Importes en millones de euros*

Valores registrados	Deuda pública		AIAF		Total		% var.
	2003	2004	2003	2004	2003	2004	
Número de emisiones	272	272	2.259	2.531	2.531	2.803	10,7
Importe nominal	313.796	322.755	204.556	315.274	518.352	638.029	23,1

Cuadro 5.3

**Iberclear CADE. Número de operaciones liquidadas**

Tipo de operación	Deuda pública		AIAF		Total		% var.
	2003	2004	2003	2004	2003	2004	
Compras y ventas simples	267.337	198.828	626.472	702.051	893.809	900.879	0,8
Repos y simultáneas	8.333.365	7.419.759	56.768	66.473	8.390.133	7.486.232	-10,8
Trasposos a vencimiento	399.171	386.161	181.048	127.284	580.219	513.445	-11,5
Trasposos temporales	331.290	256.003	1.478	149	332.768	256.152	-23,0
<b>Total</b>	<b>9.331.163</b>	<b>8.260.751</b>	<b>865.766</b>	<b>895.957</b>	<b>10.196.929</b>	<b>9.156.708</b>	<b>-10,2</b>

Cuadro 5.4

**Iberclear CADE. Importe de las operaciones liquidadas<sup>(1)</sup>***Importes en millones de euros*

Tipo de operación	Deuda pública		AIAF		Total		% var.
	2003	2004	2003	2004	2003	2004	
Compras y ventas simples	2.857.300	2.703.020	175.030	325.410	3.032.330	3.028.430	-0,1
Repos y simultáneas	46.058.926	49.444.699	476.190	646.059	46.535.116	50.090.758	7,6
Trasposos a vencimiento	8.000.301	9.194.687	731.288	1.338.351	8.731.589	10.533.038	20,6
Trasposos temporales	979.311	741.970	5.798	607	985.109	742.577	-24,6
<b>Total</b>	<b>57.895.838</b>	<b>62.084.376</b>	<b>1.388.306</b>	<b>2.310.427</b>	<b>59.284.144</b>	<b>64.394.803</b>	<b>8,6</b>

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

que suponían el 90% del total<sup>2</sup>. Respecto al año anterior, las emisiones del mercado de Deuda pública mantuvieron su número inalterado, aunque su importe nominal se incrementó un 2,9%. Las emisiones de AIAF aumentaron tanto en número (12%) como en valor nominal (54%).

Iberclear-CADE liquidó en 2004 un total de 9.156.708 operaciones<sup>3</sup>, de las que el 90,2% correspondieron al Mercado de Deuda en Anotaciones y el resto a AIAF. Dentro de las operaciones del Mercado de Deuda en Anotaciones, las más numerosas fueron las operaciones de repos y las simultáneas, mientras que en el

caso de las operaciones de AIAF lo fueron las de compraventa simple al contado. En relación con el año anterior, disminuyeron un 11,5% las operaciones de Deuda pública y aumentaron un 3,5% las de AIAF, aunque el importe aumentó en ambos casos, especialmente en AIAF debido al mayor tamaño de las mismas.

**5.1.2. Iberclear-SCLV**

Considerando conjuntamente las bolsas y Latibex, el número de operaciones liquidadas en 2004 fue de 14.294.266, con un valor nominal de 1.290.283 millones de euros (véase cuadro 5.5). El número de operaciones liquidadas disminu-

<sup>2</sup> Sin embargo, las emisiones de AIAF suponían algo menos de la mitad del valor nominal total.<sup>3</sup> Incluidas 769.597 operaciones de traspaso.

Cuadro 5.5

**Iberclear SCLV. Operaciones liquidadas***Importes en millones de euros*

Operaciones	Bolsa				Latibex			
	Nº operaciones		Importe		Nº operaciones		Importe	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Compras y ventas	16.248.007	14.255.707	974.800	1.289.545	27.362	38.559	3.451	738
Vtas. vencidas	61.311	39.143	5.795	5.085	320	872	6	14
Recompras	629	622	23	37	3	1	0	0
Trasposos l/p.	436.452	258.472	–	–	245	499	–	–
Trasposos c/p.	603.984	629.715	168.515	209.473	45	64	1	1

Trasposos l/p. = trasposos libres de pago. – Trasposos c/p. = trasposos contra pago.

Cuadro 5.6

**Iberclear SCLV. Actividad de registro***Importes en millones de euros*

Valores registrados	Bolsa			Latibex		
	2003	2004	% var.	2003	2004	% var.
Número de emisiones	3.222	3.513	9,0	31	35	12,9
Importe registrado <sup>(1)</sup>	89.371	90.724	1,5	27	36	33,3

(1) Importe nominal para bolsa y efectivo para Latibex.

yó un 12,2% respecto a las de 2003, mientras que el volumen nominal aumentó un 31,9%. Este comportamiento es coherente con lo acontecido en el mercado, en el que disminuyó tanto el número de órdenes como el de transacciones, pero aumentaron mucho las operaciones realizadas en el segmento de bloques del mercado continuo, que son de mayor tamaño.

Además de liquidar operaciones de compraventa de valores, las entidades participantes pueden realizar trasposos de valores entre sus respectivas cuentas en Iberclear siempre que se mantenga la titularidad de dichos valores. Los trasposos pueden ser libres de pago o contra pago. En 2004 disminuyeron los trasposos libres de pago (-40,7%), mientras que los trasposos contra pago aumentaron un 4,3% en número y un 24,3% en importe efectivo.

Respecto a las labores de registro, a fin de 2004 había en bolsa 3.513 emisiones registradas, con un valor nominal de 90.724

millones de euros. Respecto al año anterior aumentó un 9% el número de emisiones, pero tan sólo un 1,5% su importe nominal, debido a que la mayor parte de las nuevas emisiones correspondían a SICAV (véase cuadro 5.6).

**5.1.3. Innovaciones y mejoras**

El 1 de marzo de 2004 entró en vigor la Instrucción 8 de Iberclear que modificó dos aspectos fundamentales en el funcionamiento de la plataforma Iberclear-SCLV:

- Retrasó el horario del segundo ciclo de liquidación multilateral bursátil<sup>4</sup> desde las 13.30 horas hasta las 15.00 horas, con el correspondiente alargamiento del plazo disponible para justificar ventas (entrega de los valores vendidos).
- Redujo desde D+5 a D+4 del plazo de inicio de la recompra (procedimiento por el cual al vendedor se le exonera de la entrega de los valores, que son comprados en el mercado con cargo al efectivo que debería haber recibido).

<sup>4</sup> Iberclear realiza diariamente cuatro ciclos de liquidación: dos de carácter multilateral, en los que se incluyen, entre otras, las operaciones bursátiles ordinarias, y un tercero de carácter bilateral, en el que se incluyen los importes efectivos derivados de operaciones en las que participen dos entidades adheridas o una entidad y el propio Iberclear, tales como la constitución y retirada de fianzas, el pago de las tarifas, las transferencias de efectivo entre entidades, etc. En cada uno de los ciclos mencionados, Iberclear obtiene una cuenta de liquidación en la que se recogen los importes netos de efectivo que deben ser cargados o abonados en las cuentas que las entidades mantienen en el Banco de España. Dichas cuentas se comunican a Banco de España alrededor de las 9.30 horas, las 12.30 horas (el ciclo bilateral) y las 15.00 horas del mismo día en que tiene lugar la liquidación, respectivamente, contando las entidades con un plazo de 30 minutos para hacer efectivo el pago en la cuenta de tesorería. Además, Iberclear tiene un ciclo especial a las 11.15 horas para operaciones económico-financieras (abonos de dividendos e intereses, amortizaciones, reducciones de capital social, etc.).

Asimismo, durante el ejercicio 2004, Iberclear trabajó en una serie de proyectos encaminados a aprovechar el potencial de ahorro de costes y de mejora de eficiencia en el sistema que pueden proporcionar el entorno integrado de BME y la concentración de las actividades de liquidación de renta variable y renta fija. Los proyectos más destacables fueron los siguientes:

- Migración de la plataforma CADE desde el Banco de España al entorno informático de Iberclear<sup>5</sup>. Este cambio prácticamente no afecta a los procedimientos utilizados por Iberclear con sus entidades participantes, pero supone que el intercambio de ficheros pasará a realizarse directamente entre Iberclear y las mencionadas entidades participantes. Este proyecto se puso en marcha en enero de 2005.
- Nueva Circular reguladora del préstamo bilateral de valores aprobada en 2004<sup>6</sup>, en buena parte propiciada por el nuevo tratamiento fiscal del préstamo de valores establecido en la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y de orden social. A esta Circular se incorporaron también las bases de un nuevo procedimiento de actualización del registro especial de préstamos de valores cuya puesta en práctica tendrá lugar a lo largo de 2005.
- Ventana unificada de comunicaciones, objetivo de gran alcance que se descompone en tres proyectos: uno de conectividad, otro de normalización y un tercero de unificación de procedimientos de case de operaciones de carácter bilateral.
  - Los dos primeros proyectos tienen por objeto principal unificar los sistemas de intercambio de información de las dos plataformas CADE y SCLV operadas por Iberclear, así como adaptar las comunicaciones y ficheros informáticos intercambiados por Iberclear y las entidades participantes en la operativa española de registro compensación y liquidación a los estándares internacionales, fundamentalmente al estándar ISO15022. En enero de 2005 se inició la implementación de estos proyectos.
  - El proyecto de unificación de procedimientos de case de operaciones se desarrollará en tres fases a lo largo de 2005. Una dirigida a los traspasos de valores bursátiles, otra a los préstamos bilaterales de valores bursátiles y sus garantías y una tercera para lograr un

procedimiento propio de case de operaciones sobre valores incluidos en la plataforma CADE.

- Aplicación unificada de desglose (AUD), proyecto promovido por las bolsas integradas en BME e Iberclear con el objetivo de racionalizar los procesos de desglose de las operaciones contratadas, que serán realizados de forma centralizada, y su comunicación<sup>7</sup>. Durante el ejercicio 2004 se definieron los aspectos relevantes de la aplicación informática y se realizó la programación necesaria. Las pruebas se iniciaron en enero de 2005 y se prevé que pueda entrar en funcionamiento durante el tercer trimestre de dicho ejercicio.
- Préstamo *administrado* de valores. En este tipo de préstamo, de carácter finalista, Iberclear sería el encargado de tomar los valores en préstamo, y prestarlos a su vez a las entidades que lo requiriesen para poder justificar sus ventas. La implementación de este nuevo sistema precisa determinados desarrollos normativos y técnicos, entre ellos algunos mencionados en los apartados anteriores. Cabe destacar que esta futura regulación incluye el establecimiento de un mecanismo de recompra automática en el caso de que la entidad prestataria no procediera a la devolución en plazo.

Por último, debe reseñarse también que el ámbito de actuación de Iberclear se ha visto ampliado al designar oficialmente el Consejo de Ministros de 19 de noviembre de 2004 a esta entidad como gestor del Registro Nacional de los Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero.

## 5.2. MeffClear

En septiembre de 2003, MeffClear comenzó a prestar servicios de contrapartida central para operaciones con instrumentos de Deuda pública (operaciones bilaterales y segmento de repos de Senaf). Su actividad principal consiste en actuar de contraparte única de los agentes participantes en operaciones sobre valores o instrumentos financieros; es decir, que cuando una operación se registra en MeffClear, esta entidad actúa como vendedor frente al comprador y como comprador frente al vendedor, asumiendo así el riesgo de contrapartida. Los participantes tienen el compromiso de liquidar su posición neta frente a la entidad de contrapartida.

<sup>5</sup> Establecido mediante la Instrucción 7/2004 de Iberclear.

<sup>6</sup> Circular 4/2004 de Iberclear.

<sup>7</sup> A este respecto, las bolsas emitieron en abril de 2004 una Nota Informativa con el fin de dar a conocer este proyecto a los miembros del mercado, y en junio una Instrucción Operativa.

Durante el año 2004, el primero completo de actividad de la cámara, MeffClear, registró 2.809 operaciones cuyo importe efectivo ascendió a 306.335 millones de euros<sup>8</sup>. Más del 96% de esta actividad (tanto en número de operaciones como en valor) correspondió a operaciones de SENAF y el resto a operaciones bilaterales. El plazo medio de las operaciones fue de 3,55 días, siendo el de las de SENAF de 2,71 días y el de las operaciones bilaterales de 25 días. La negociación cubierta por MeffClear tuvo un grado de concentración elevado: los dos miembros más activos concentraron el 39% del volumen registrado, proporción que llega al 61% si se tiene en cuenta los cuatro con mayor volumen.

Ya en enero de 2005, dos nuevos miembros iniciaron su actividad efectiva en la cámara, tras su alta como participantes en diciembre de 2003, y en febrero, un tercer miembro realizó sus primeras operaciones.

#### Cuadro 5.7

##### Evolución de la actividad en MeffClear

	2003	2004
Volumen efectivo plataforma Senaf	115.347	295.949
Volumen efectivo operaciones bilaterales	1.953	10.386
<b>Total</b>	<b>117.300</b>	<b>306.335</b>
Número de operaciones plataforma Senaf <sup>(1)</sup>	830	2.705
Número de operaciones bilaterales <sup>(2)</sup>	14	104
<b>Total</b>	<b>844</b>	<b>2.809</b>
<b>Nº de participantes</b>	<b>19</b>	<b>19</b>

(1) Fecha de inicio 15-9-03.

(2) Fecha de inicio 2-10-03.

<sup>8</sup> 1.198 millones de euros de promedio diario.

## [6] Mercados de productos derivados

En los mercados de productos derivados financieros españoles, la actividad volvió a descender en 2004 por tercer año consecutivo, aunque a un ritmo inferior. La negociación del Mercado Español de Futuros y Opciones Financieros (MEFF) descendió ligeramente, y la canalizada a través de la sociedad de valores MEFF Euroservices S.V. (EuroMEFF) se redujo considerablemente por primera vez desde su creación. La evolución más favorable se produjo en los *warrants* contratados en el módulo del mercado continuo, cuyo volumen de negocio continuó aumentando.

### 6.1. Mercado MEFF

La contratación de MEFF se redujo ligeramente en 2004. La negociación de los futuros sobre el Ibex 35 se incrementó considerablemente. También aumentó, aunque a un menor ritmo, la contratación de los futuros sobre acciones individuales. Por el contrario, se produjo una caída del 21,1% de la negociación de las opciones sobre acciones.

La menor actividad en las opciones sobre acciones individuales se encuentra relacionada con la progresiva reducción de la volatilidad de los precios de las acciones de los principales contratos<sup>1</sup>. No obstante, no hubo un comportamiento homogéneo en los 20 contratos actualmente existentes. En seis de ellos<sup>2</sup> se produjo un fuerte aumento de su contratación, si bien su reducido peso en el total contratado hizo que no se reflejase apenas en la contratación total del segmento. Las opciones sobre las empresas de mayor capitalización del Ibex 35<sup>3</sup>, que continuaron representando la mayor parte de la contratación, vieron reducida su contratación un 31% en términos medios.

Los contratos de futuros sobre acciones individuales tuvieron un comportamiento más favorable, ya que la negociación superó los 10 millones de contratos y se consolidó como el princi-

pal segmento de MEFF por número de contratos negociados. La incorporación de tres nuevos contratos el 27 de febrero, sobre las acciones de Altadis, Gas Natural y Banco Popular, contribuyó a la potenciación de estos productos lanzados por MEFF en enero de 2001<sup>4</sup>.

El segmento de MEFF con mejor evolución fue el correspondiente a los contratos sobre el Ibex 35. En los futuros sobre Ibex 35 Plus, la contratación se incrementó un 29% en 2004, se superaron los cuatro millones de contratos y las posiciones abiertas a final de año se acercaron a los 82.000 contratos. El incremento del número de contratos negociados de opciones sobre el Ibex 35 fue modesto, de un 3,8% anual. En términos efectivos, el aumento de la contratación de futuros y opciones sobre el Ibex 35 se eleva hasta el 50%, que fue superior al incremento de la negociación del mercado subyacente. Ello ha supuesto una cierta recuperación del porcentaje que representa la contratación efectiva de los futuros y opciones sobre el Ibex 35 respecto a la negociación efectiva en sesión del mercado continuo (véase gráfico 6.1).

El aumento de la contratación de los productos sobre el Ibex 35 está relacionado con la ampliación del número de miembros, fundamentalmente no residentes, y con el programa de incentivos a los contribuidores de liquidez, que se ha traducido en un crecimiento de la actividad por cuenta propia y de clientes no residentes.

En este sentido, hay que mencionar que desde el inicio de 2004 participa en el mercado una nueva categoría de miembro, el Miembro Negociador por Cuenta Propia (MNCP), una figura muy arraigada en los mercados de derivados internacionales cuya presencia resulta fundamental para la liquidez y profundidad de los mismos. Estas entidades sólo pueden operar por cuenta propia, por lo que tienen excluida la actividad por cuenta de terceros. Para poder adquirir la condición de MNCP,

<sup>1</sup> Resulta ilustrativo véase la evolución de la volatilidad del Ibex 35 recogida en el capítulo 1, gráfico 1.4.

<sup>2</sup> Los contratos de opciones sobre acciones individuales que aumentaron fuertemente su contratación en 2004 fueron: Acerinox (+229%), Amadeus (+602%), Inditex (+87%), Telefónica Móviles (+252%), TPI (+98%) y Unión Fenosa (+58%).

<sup>3</sup> BBVA, Endesa, Iberdrola, Repsol, SCH y Telefónica.

<sup>4</sup> Tras la ampliación de la gama de futuros sobre acciones individuales puede negociarse en MEFF futuros sobre los 12 valores más líquidos del Ibex 35, cuya capitalización conjunta supera el 79%.

Cuadro 6.1

**Negociación en los mercados de derivados financieros en España\***

Nº de contratos, salvo otra indicación

	2001	2002	2003	2004	Var. (%) 04/03
<b>MEFF RF</b>	<b>284.642</b>	<b>51.060</b>	<b>1.371</b>	<b>98</b>	<b>-92,9</b>
Futuros s/deuda	284.642	51.060	1.371	98	-92,9
Opciones s/deuda	—	—	—	—	—
Futuros y opc. s/MIBOR	—	—	—	—	—
Futuros s/Euribor	—	—	—	—	—
<b>MEFF RV</b>	<b>30.652.400</b>	<b>27.866.867</b>	<b>21.746.693</b>	<b>21.406.951</b>	<b>-1,6</b>
Futuros s/Ibex 35	4.206.094	3.515.016	3.227.206	4.158.120	28,8
Ibex 35 Plus	4.204.211	3.450.985	3.129.313	4.045.728	29,3
Ibex 35 Mini <sup>(1)</sup>	1.883	64.031	97.893	112.392	14,8
Opciones s/Ibex 35	537.127	441.745	243.844	253.160	3,8
Futuros s/acciones	7.389.886	9.630.899	9.768.607	10.281.086	5,2
Opciones s/acciones	18.505.350	14.278.332	8.507.035	6.714.585	-21,1
Contratos S&P <sup>(2)</sup>	13.943	875	0	—	—
<b>Total MEFF</b>	<b>30.937.042</b>	<b>27.917.927</b>	<b>21.748.064</b>	<b>21.407.049</b>	<b>-1,6</b>
<b>Total EuroMEFF</b>	<b>3.238.900</b>	<b>4.198.861</b>	<b>5.233.561</b>	<b>4.600.701</b>	<b>-12,1</b>
Futuros s/deuda europea <sup>(3)</sup>	2.618.855	2.583.383	2.879.779	2.815.703	-2,2
Contratos s/índices europeos <sup>(4)</sup>	617.278	1.604.330	2.322.356	1.784.965	-23,1
Otros <sup>(5)</sup>	2.767	11.148	31.427	33	-99,9
<b>Total MEFF y EuroMEFF</b>	<b>34.175.942</b>	<b>32.116.788</b>	<b>26.981.625</b>	<b>26.007.750</b>	<b>-3,6</b>
<b>Mercado continuo</b>	<b>1.635.469</b>	<b>1.232.351</b>	<b>1.609.679</b>	<b>1.825.468</b>	<b>13,5</b>
<i>Warrants</i> <sup>(6)</sup>	1.635.469	1.232.351	1.609.679	1.825.468	13,5

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

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

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

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

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

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

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

MEFF estableció un conjunto de requisitos legales, técnicos y de solvencia. Los MNCP deben adoptar una forma jurídica mercantil que les otorgue personalidad jurídica propia y capacidad de contratar autónomamente, si bien no se les exige que sean empresas de servicios de inversión ni entidades de crédito como en el resto de tipos de miembros (negociadores, liquidadores y liquidadores custodios). Las exigencias de recur-

sos propios son más reducidas que las del resto de miembros, ya que el capital social mínimo de los MNCP es de 100.000 euros<sup>5</sup>.

Además, también desde el 1 de enero de 2004, MEFF permite el acceso a la condición de Miembro Liquidador a entidades no residentes, en los términos previstos en la LMV.

<sup>5</sup> El capital social mínimo exigido a las sociedades de valores es de dos millones de euros y a las agencias de valores entre 300.000 y 500.000 euros. Los requisitos de recursos propios para los bancos y cajas de ahorro se elevan hasta los 18,03 millones de euros.

Cuadro 6.2

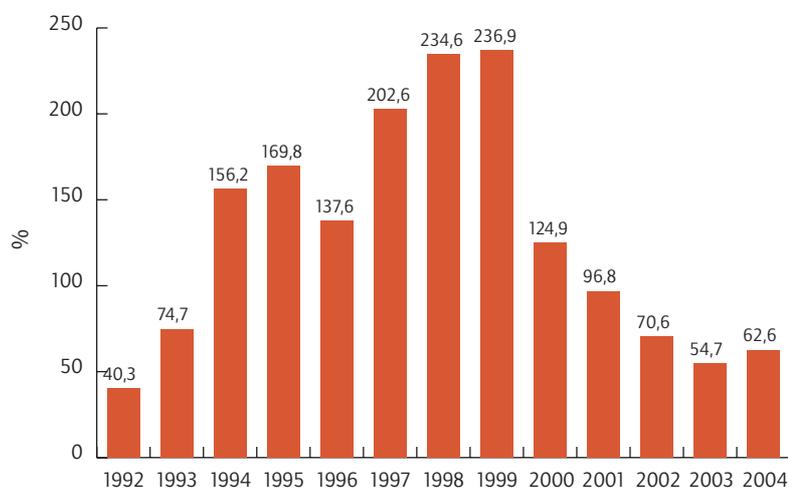
**Negociación de futuros y opciones sobre acciones individuales de MEFF RV**

Nº de contratos

	Opciones			Futuros		
	2003	2004	Var. (%) 04/03	2003	2004	Var. (%) 04/03
Abertis <sup>(1)</sup>	34.121	30.105	-11,8	—	—	—
Acerinox	24.428	80.476	229,4	—	—	—
Altadis	101.542	98.387	-3,1	—	37.425	—
Amadeus	55.302	388.458	602,4	—	—	—
Banco Popular	102.486	62.133	-39,4	—	37.820	—
Bankinter	32.071	25.925	-19,2	—	—	—
BBVA	1.264.074	909.304	-28,1	1.708.074	1.715.030	0,4
Endesa	893.434	437.818	-51,0	495.232	313.076	-36,8
Gas Natural	56.813	45.185	-20,5	—	12.609	—
Iberdrola	370.046	251.768	-32,0	404.427	291.144	-28,0
Inditex	72.684	135.864	86,9	42.856	44.881	4,7
Indra	29.573	22.859	-22,7	—	—	—
Repsol	1.380.338	735.308	-46,7	445.643	681.979	53,0
SCH	1.585.039	1.365.457	-13,9	2.707.548	2.976.413	9,9
Sogecable	62.179	43.220	-30,5	—	—	—
Telefónica	2.172.817	1.852.610	-14,7	3.864.321	4.075.991	5,5
Telefónica Móviles	19.150	67.488	252,4	34.196	51.449	50,5
Terra	162.106	13.323	-91,8	66.310	43.269	-34,7
TPI	22.071	43.724	98,1	—	—	—
Unión Fenosa	66.761	105.173	57,5	—	—	—
<b>Total</b>	<b>8.507.035</b>	<b>6.714.585</b>	<b>-21,1</b>	<b>9.768.607</b>	<b>10.281.086</b>	<b>5,2</b>

(1) Sustituye a Acesa desde su fusión con Aurea en abril de 2003.

Gráfico 6.1

**Contratación de futuros y opciones sobre Ibx 35 respecto al mercado continuo (%)**

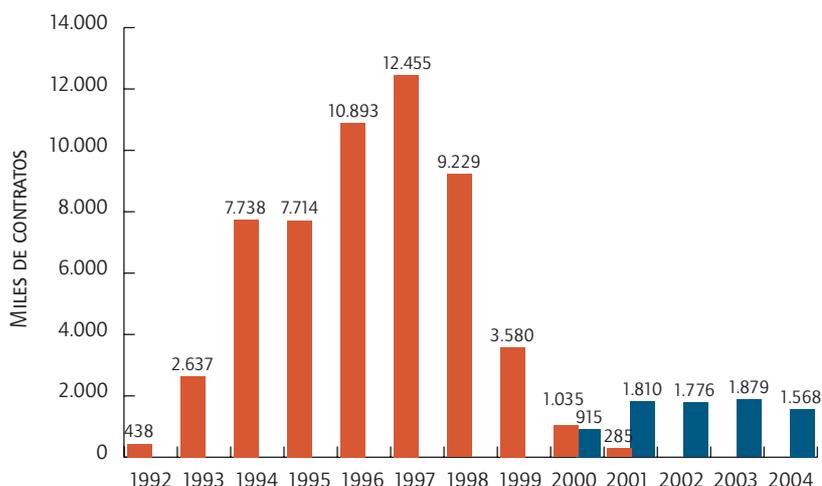
Cuadro 6.3.

**Número de miembros en MEFF. 2004**

<b>MEFF renta variable</b>	<b>86</b>
Liquidadores custodios	33
Liquidadores	34
Negociadores	16
Negociadores por cuenta propia	3
<b>MEFF renta fija</b>	<b>53</b>
Liquidadores custodios	34
Liquidadores	13
Negociadores	6
<b>MFAO</b>	<b>14</b>
Liquidadores custodios	5
Liquidadores	6
Negociadores	2
Industriales	1

La operativa de los miembros de MEFF a través de EuroMEFF descendió en 2004 un 12,1%, por primera vez desde el inicio en 1999 de este servicio de acceso a productos negociados en otros mercados. La actividad de derivados financieros se concentró en los productos de Eurex tras la suspensión de las conexiones con Euronext París y Euronext Lisboa<sup>6</sup>. En el caso de los productos derivados sobre renta variable, la contratación efectuada a través de EuroMEFF se redujo un 23% en 2004, correspondiendo un 81% a los futuros sobre el índice pan-europeo DJ EuroStoxx 50.

Gráfico 6.2

**Contratación de productos  
derivados sobre tipos de interés  
a largo plazo**


La contratación de productos derivados sobre tipos de interés a largo plazo de los miembros de MEFF se realizó, un año más, básicamente, con los futuros sobre la deuda alemana (Bund, Bobl y Schatz) de Eurex. La práctica desaparición de los diferenciales de tipos de interés en la zona euro y la mayor correlación en la evolución de los diferentes mercados de Deuda pública mantiene la operativa con estos productos en niveles muy reducidos<sup>7</sup> desde 1999, en relación con la contratación que hubo entre 1994 y 1998 (véase gráfico 6.2).

Durante el ejercicio 2004, MEFF introdujo dos mejoras técnicas significativas. La novedad más significativa relacionada con el sistema de negociación fue la introducción de las subastas de apertura como método de inicio de la negociación continua y con carácter previo al inicio de la negociación en caso de suspensión del mercado. El período de subasta comienza a las 8.30 horas y finaliza a las 9.00 horas más un período aleatorio de duración máxima de treinta segundos. Durante el período de subasta se permite introducir, modificar y anular órdenes, pero en ningún caso se ejecutan operaciones. Una vez finalizado el período de subasta, MEFF calcula el precio de subasta que será aquel que una vez analizadas las órdenes de compra y de venta permita negociar el mayor número de contratos.

Por otro lado, desde julio de 2004 es posible negociar opciones con un plazo de vencimiento hasta dos años y medio. Hasta dicha fecha el plazo máximo de vencimiento de las opciones

<sup>6</sup> EuroMEFF suspendió la conexión con Euronext París el 30 de diciembre de 2003. La conexión con Euronext Lisboa se mantuvo hasta el 19 de marzo de 2004.

<sup>7</sup> La contratación de futuros sobre bono nacional a diez años de MEFF en 2004 fue de 98 contratos; las posiciones abiertas a finales de año eran cinco contratos.

Cuadro 6.4

**Emisiones de warrants registradas en la CNMV**

Importes en miles de euros

	Nº de			Importe <sup>(1)</sup>		
	Emisores	Emisiones	Total	Acciones	Índices	Otros
2000	6	429	2.558.488	1.465.620	579.560	513.309
2001	11	1.223	5.479.505	3.045.269	2.254.376	179.860
2002	9	1.132	2.338.903	1.652.480	665.619	20.804
2003	7	1.048	1.327.166	753.984	488.956	84.226
2004	7	1.600	1.525.247	929.004	553.758	42.485

(1) Importe de la prima.

Cuadro 6.5

**Contratación de warrants en el mercado continuo<sup>(1)</sup>**

Primas negociadas en miles de euros

	Renta variable						Divisas <sup>(2)</sup>			
	Índices		Acciones		Total		Total		Total	
	Volumen	Nº	Volumen	Nº	Volumen	Nº	Volumen	Nº	Volumen	Nº
1995	1.078	4	0	0	1.078	4	0	0	1.078	4
1996	10.940	5	0	0	10.940	5	5.589	6	16.529	11
1997	78.345	14	72.388	51	150.734	65	40	2	150.774	67
1998	137.328	38	130.273	60	267.601	98	18	1	267.619	99
1999	47.080	69	154.871	119	201.951	188	3.431	9	205.382	197
2000	162.300	118	723.888	329	886.188	447	12.012	28	898.200	475
2001	415.185	233	1.207.676	802	1.622.860	1.035	12.609	45	1.635.469	1.080
2002	406.276	360	817.222	1.483	1.223.498	1.843	8.853	42	1.232.351	1.885
2003	480.781	350	1.094.271	1.383	1.575.053	1.733	34.627	66	1.609.679	1.799
2004	550.716	473	1.236.832	1.612	1.787.549	2.085	37.919	98	1.825.468	2.183

(1) El número contabiliza las emisiones que registraron contratación en cada período.

(2) Incluye a los warrants sobre renta fija en los años en los que haya existido negociación.

era de doce meses. Esta iniciativa ha partido, igual que la medida anterior, de los participantes del mercado. Además, se está estudiando la posibilidad de ampliar dicho plazo hasta los cinco años.

Por último, señalar que el 10 de noviembre de 2004 se dieron de baja del sistema de negociación y registro los contratos correspondientes a índices S&P listados en MEFF, como consecuencia de la finalización de la Alianza Globex<sup>8</sup> en la que participaba este mercado desde la suscripción del acuerdo en el año 2000.

## 6.2. Warrants

### 6.2.1. Emisiones

El mercado primario de warrants se mostró más dinámico en 2004, tanto en términos de importe como de número de emisiones. El importe de las primas de las emisiones de warrants registradas en la CNMV aumentó un 15% anual, hasta los 1,5 millones de euros, que fueron en su mayoría warrants sobre acciones. El número de emisiones alcanzó el nivel más alto de los últimos años, con 1.600. El número de emisores se mantuvo estable en siete<sup>9</sup>.

<sup>8</sup> La Alianza Glóbox tenía como objetivo permitir la interconexión electrónica entre mercados de derivados a nivel internacional. MEFF se incorporó en junio de 2000 a esta alianza que estaba integrada por los siguientes mercados: Chicago Mercantile Exchange (CME), París Bourse (Euronext París), el mercado italiano IDEM, y el mercado portugués BDP, la Bolsa de Montreal, Singapore Exchange (SIMEX), y Bolsa de Mercaderías y Futuros de São Paulo (BM&F).

<sup>9</sup> Los siete emisores de warrants en 2004, con sus respectivas emisiones entre paréntesis, fueron: Banesto Emisiones (64), Bankinter (232), BBVA Banco de Financiación (435), Commerzbank (45), SCH (228), Santander Investment Services, S.A. (124) y Sociét Générale Acceptance (472).

Cuadro 6.6

**Emisiones de contratos de compra/venta de opciones registrados en la CNMV***Importes en miles de euros*

	Nº de			Importe <sup>(1)</sup>		
	Emisores	Emisiones	Total	Acciones	Índices	Otros
2000	13	66	2.882.139	2.741.383	–	140.757
2001	23	76	2.093.886	2.093.886	–	–
2002	14	28	1.658.450	1.368.452	200.000	89.998
2003	8	41	500.838	474.511	26.327	–
2004	8	31	247.717	195.305	48.662	3.750

(1) Importe nominal del contrato.

**6.2.2. Negociación**

La expansión del mercado secundario de *warrants* continuó en 2004. Las primas negociadas en el mercado bursátil de *warrants* aumentaron un 13% en conjunto, y el número de *warrants* que tuvieron negociación en el año un 21%. El incremento se produjo en todos los grupos de subyacentes, tanto en renta variable como en divisas (véase cuadro 6.5). La consolidación de estos productos contrasta con el descenso de la actividad de las opciones sobre acciones individuales de MEFF.

El interés de los inversores por estos productos se apoya en la mayor flexibilidad de estos productos para adaptarse a las características de los inversores y en el satisfactorio funcionamiento de la plataforma de negociación electrónica, introducida a finales de 2002, que ha permitido un mayor acercamiento de los *warrants* a los inversores finales<sup>10</sup>. Los *warrants* más negociados continuaron siendo los emitidos sobre las acciones de las empresas españolas de mayor capitalización bursátil y sobre el Ibex 35, si bien es de destacar en este año el aumento de la contratación de *warrants* sobre el índice pan-europeo EuroStoxx 50<sup>11</sup>.

**6.3. Otros contratos financieros**

El registro en la CNMV de contratos de compra/venta de opciones (anteriormente denominados contratos financieros atípi-

cos) volvió a descender significativamente en 2004. El importe nominal emitido de estos productos fue de 248 millones de euros frente a los 501 y 1.700 millones de euros registrados los dos años anteriores<sup>12</sup>.

**6.4. Mercados de derivados sobre mercaderías**

El 6 de febrero de 2004 inició su actividad el Mercado de Futuros sobre Aceite de Oliva (MFAO). Este mercado de derivados sobre mercaderías es el segundo que se autoriza en España<sup>13</sup> y el primero a nivel mundial en el que se negocian productos derivados sobre el aceite de oliva. La negociación comenzó con los futuros sobre aceite de oliva virgen calidad mínima lampante. Estos contratos tienen un tamaño de una tonelada. El vencimiento de los contratos se produce seis veces al año, en los meses impares. La liquidación a vencimiento se realiza mediante la entrega física de la mercancía, y existe una liquidación diaria de pérdidas y ganancias por diferencias respecto al precio de liquidación de la sesión anterior. En relación con el acceso al mercado, MFAO presenta como rasgo diferenciador la posibilidad de que empresas no financieras puedan operar directamente por cuenta propia en el mercado (miembros industriales), siempre que cumplan con unos requisitos de honorabilidad, profesionalidad y solvencia establecidos por la normativa<sup>14</sup>.

<sup>10</sup> El sistema de negociación especializado para *warrants* y certificados en el mercado bursátil español es totalmente electrónico y permite la introducción de órdenes vía Internet. La contratación se produce de forma continuada, con difusión de información en tiempo real. La liquidez del sistema está garantizada por la presencia de especialistas.

<sup>11</sup> De la negociación total de *warrants* sobre renta variable en 2004 un 53% correspondió a los *warrants* sobre Telefónica, Repsol, BBVA y SCH. Los *warrants* sobre índices más negociados fueron los emitidos sobre el Ibex 35 y el EuroStoxx 50 que representaron un 17,3% y 10% de la negociación total de *warrants* sobre renta variable, respectivamente.

<sup>12</sup> Estos contratos fueron objeto de reclamaciones en 2004. Para más detalle puede verse el capítulo 13.

<sup>13</sup> El primer mercado español de derivados sobre mercaderías fue el mercado de Futuros sobre Cítricos y Mercaderías (FC&M) que comenzó a operar en septiembre de 1995. Sus contratos dejaron de negociarse en 1999.

<sup>14</sup> Orden ECO 3235/2002, de 5 de diciembre, y en la Circular 1/2003 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La contratación acumulada de MFAO desde el comienzo de la operativa fue de 10.693 contratos. Las posiciones abiertas al cierre del año eran de 2.850 contratos.

Tras varios meses de funcionamiento, MFAO está evaluando la posibilidad de flexibilizar los requisitos exigibles a los miembros industriales para equiparlos a los existentes para los Miembros Negociadores por Cuenta Propia de MEFF, dada la similar naturaleza de ambos tipos de miembros.

Cuadro 6.7

**Número de miembros en MFAO. 2004**

Liquidadores custodios	5
Liquidadores	6
Negociadores	2
Industriales	1
<b>Total</b>	<b>14</b>

# Anexos I

## A.1.1

### Indicadores de la economía internacional

	PIB <sup>(1)</sup>			Demanda interna <sup>(2)</sup>			Tasa de paro <sup>(3)</sup>		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2002	2003	2004
OCDE	1,6	2,0	3,4	–	–	–	7,0	7,1	6,9
EEUU	1,9	3,0	4,4	2,6	3,5	5,1	5,8	6,0	5,5
Japón	–0,3	1,4	2,6	–0,9	0,8	1,8	5,4	5,3	4,7
Zona euro	0,9	0,5	1,8	0,4	1,2	1,8	8,5	8,9	8,9
Alemania	0,1	–0,1	1,0	–1,8	0,5	0,0	9,8	10,5	10,6
España	2,2	2,5	2,7	2,9	3,3	4,4	11,4	11,3	10,8
Francia	1,1	0,5	2,4	1,5	1,3	3,5	9,0	9,7	9,9
Italia	0,4	0,4	1,0	1,3	1,3	0,9	9,0	8,7	8,1
Reino Unido	1,8	2,2	3,1	3,0	2,5	4,0	3,1	3,1	2,8
Latinoamérica y Caribe	–0,5	1,9	5,5	–	–	–	10,8	10,7	10,0

	Inflación <sup>(4)</sup>			Saldo presupuestario <sup>(5)</sup>			Saldo cuenta corriente <sup>(5)</sup>		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2002	2003	2004
OCDE	2,6	2,5	2,5	–3,2	–3,7	–3,5	–1,2	–1,1	–1,2
EEUU	2,4	1,9	3,3	–3,8	–4,6	–4,4	–4,5	–4,8	–5,7
Japón	–0,3	–0,4	0,2	–7,9	–7,7	–6,5	2,8	3,1	3,5
Zona euro	2,3	2	2,4	–2,4	–2,8	–2,9	0,7	0,4	0,7
Alemania	1,2	1,1	2,1	–3,7	–3,8	–3,9	2,1	2,3	3,3
España	4	2,6	3,2	–0,1	0,4	–1,1	–2,4	–2,8	–4,2
Francia	2,3	2,2	2,1	–3,3	–4,1	–3,7	1	0,4	0,2
Italia	2,8	2,5	2	–2,4	–2,5	–2,9	–0,8	–1,4	–0,5
Reino Unido	2,9	2,8	3,5	–1,7	–3,5	–3,2	–1,7	–1,9	–2,2
Latinoamérica y Caribe	12,2	8,5	7,7	–1,4	–1,2	–1,0	–0,8	0,5	1,1

(1) Tasa de variación anual en términos reales (%).

(2) Contribución al crecimiento anual en puntos porcentuales (%).

(3) Promedio anual (% sobre población activa).

(4) IPC. Tasa de variación interanual a diciembre (%). Para la OCDE, tasa de variación interanual media.

(5) Superávit (+) o déficit (–) sobre PIB (%). Fuente OCDE.

Fuentes: OCDE Economic Outlook No. 76, Balance Preliminar de CEPAL para 2004 e institutos nacionales de estadística.

## A.1.2

## Evolución de los índices sectoriales de la Bolsa de Madrid y Bolsa de Barcelona

% sobre el período anterior	2001	2002	2003	2004	1 <sup>er</sup> trim.	2 <sup>o</sup> trim.	3 <sup>er</sup> trim.	4 <sup>o</sup> trim.
<b>Bolsa de Madrid</b>								
Bienes de consumo	-3,6	-1,0	-4,1	35,0	12,4	1,4	4,8	13,0
Bienes de inversión e intermedios	19,2	-8,4	29,6	26,3	8,6	7,0	2,6	6,0
Energía	-1,6	-20,3	25,0	19,8	5,2	4,1	-1,2	10,7
Construcción	17,3	4,2	25,4	26,8	7,5	0,2	3,0	14,4
Servicios financieros	-10,5	-26,3	31,5	8,0	-2,6	-0,6	-2,9	14,9
Comunicaciones y serv. información	-12,4	-41,6	44,5	20,7	7,2	-1,1	0,2	13,6
Servicios de mercado	-3,2	-7,3	21,3	33,4	10,2	3,3	6,9	9,6
<b>Índ. Gral. Bolsa de Madrid</b>	<b>-6,4</b>	<b>-23,1</b>	<b>27,4</b>	<b>18,7</b>	<b>4,1</b>	<b>1,1</b>	<b>0,0</b>	<b>12,7</b>

<b>Bolsa de Barcelona</b>								
Eléctricas	2,7	-27,1	29,4	17,1	2,3	5,1	-2,6	11,8
Bancos	-13,6	-29,4	31,1	5,7	-3,7	-1,4	-4,1	16,0
Químicas	-2,2	-21,6	23,1	23,4	8,7	6,5	-1,6	8,4
Cementos, construcción e inmob.	17,2	8,6	20,9	29,9	10,7	0,1	4,9	11,7
Metalúrgica	40,8	-8,2	13,4	28,5	6,1	9,8	0,6	9,7
Alimentación, agrícola y forestal	9,8	-4,3	30,4	27,8	11,4	2,1	1,8	10,4
Textil y papelera	4,9	-6,7	24,8	33,2	18,1	2,4	2,2	7,8
Comercio y finanzas	-15,3	-7,8	-16,5	33,6	15,6	1,0	4,9	9,0
Servicios diversos	-13,5	-39,3	39,1	23,0	6,7	-0,9	0,9	15,4
<b>Índ. Gral. Bolsa de Barcelona</b>	<b>-9,6</b>	<b>-31,2</b>	<b>32,0</b>	<b>17,6</b>	<b>3,5</b>	<b>0,2</b>	<b>-0,8</b>	<b>14,3</b>

## A.1.3

Concentración sectorial de la capitalización<sup>(1)</sup>

Nº de empresas necesarias para alcanzar un determinado porcentaje

Sector	2003				2004			
	25%	50%	75%	100%	25%	50%	75%	100%
Petróleo	1	1	2	2	1	1	2	2
Energía y agua	1	2	3	11	1	2	3	11
Minería y metálicas básicas	1	1	2	13	1	1	2	11
Cementos y mat. construcción	1	2	3	7	1	2	3	6
Químicas	1	1	1	4	1	1	1	4
Textil y papeleras	1	1	1	20	1	1	1	20
Metal-mecánica	1	2	2	17	1	1	2	17
Alimentación	1	1	3	19	1	1	3	19
Construcción	2	3	4	8	2	3	4	7
Inmobiliarias	2	3	5	30	2	3	5	29
Transportes y comunicaciones	1	1	2	7	1	1	2	8
Otros no financieros	2	5	8	28	3	5	9	23
Bancos	1	2	3	16	1	2	3	15
Seguros	1	1	2	3	1	1	2	3

(1) Se incluye únicamente la capitalización de empresas que hayan tenido negociación durante el año. No incluye Latibex.

## A.1.4

**Porcentaje de la capitalización por sectores y mayores empresas respecto al conjunto del mercado<sup>(1)</sup>**

Sector	% sector/ Mercado <sup>(2)</sup>	Empresas de mayor capitalización del sector <sup>(3)</sup>	% empresa/ Mercado <sup>(4)</sup>
0. Petróleo	5,6	Repsol YPF	4,2
		CEPSA	1,4
1. Energía y agua	10,5	Endesa	3,3
		Iberdrola	3,0
		Gas Natural	1,8
2. Minería y metálicas básicas	2,7	Arcelor	2,0
		Acerinox	0,6
		Befesa Medio Ambiente	0,1
3. Cementos y mat. construcción	0,6	Cementos Portland	0,2
		Uralita	0,1
		Cementos Molins	0,1
4. Químicas	3,2	Bayer Aktiengesellschaft	2,9
		Zeltia	0,2
		Faes Farma	0,1
5. Textil y papeleras	2,9	Inditex	2,4
		Tafisa	0,1
		Grupo Empresarial Ence	0,1
6. Metal-mecánica	5,9	EADS	3,1
		Volkswagen Aktiengesellschaft	1,6
		Zardoya Otis	0,7
7. Alimentación	2,9	Altadis	1,7
		Ebro Puleva	0,3
		Sociedad Anónima Damm	0,2
8. Construcción	4,3	ACS	1,1
		Grupo Ferrovial	1,0
		FCC	0,8
9. Inmobiliarias	2,1	Metrovacesa	0,4
		Testa Inmuebles En Renta	0,3
		Inmobiliaria Colonial-Icsa	0,3
10. Transportes y comunicaciones	22,3	Telefónica	12,3
		Telefónica Móviles	7,2
		Abertis Infraestructuras	1,6
11. Otros no financieros	6,2	Amadeus Global Travel Distribution	0,8
		Sogecable	0,7
		Gestevisión Telecinco	0,7
12. Bancos	24,3	Banco Santander Central Hispano	10,2
		Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	7,9
		Banco Popular Español	2,0
13. Seguros	0,7	Corporación Mapfre	0,5
		Grupo Catalana de Occidente	0,2
		Banco Vitalicio de España	0,1
14. Sociedades de cartera	0,6	Corporación Financiera Alba	0,3
		NH Hoteles	0,2
		Unión Europea de Inversiones	0,0
15. SICAV <sup>(5)</sup>	5,2	Morinvest	0,2
		Keblar de Inversiones	0,2
		Alazán Inversiones 2001	0,1

(1) Capitalización a final del ejercicio.

(2) Porcentaje de la capitalización de las empresas de un sector respecto a la capitalización total del mercado.

(3) Tres mayores empresas por capitalización de cada sector.

(4) Porcentaje de la capitalización de las empresas citadas respecto a la capitalización total del mercado.

(5) Incluye a las sociedades de inversión mobiliaria de capital variable (SICAV) y sociedades de inversión mobiliaria (SIM).

## A.I.5

**Capitalización y contratación de las sociedades pertenecientes al índice Ibex 35***Millones de euros y porcentaje sobre el total del mercado en 2004*

Empresa	Capitalización <sup>(1)</sup>			Contratación		
	2003	2004	% total <sup>(2)</sup>	2003	2004	% total <sup>(2)</sup>
Telefónica	57.686,6	68.688,7	12,3	94.041,8	130.822,4	20,4
Banco Santander Central Hispano	44.775,3	57.101,7	10,2	83.271,2	112.947,0	17,6
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	34.994,6	44.250,6	7,9	74.544,3	101.530,4	15,8
Telefónica Móviles	35.857,0	40.100,9	7,2	2.099,3	4.300,5	0,7
Repsol YPF	18.874,5	23.391,7	4,2	38.655,3	52.101,0	8,1
Endesa	16.146,0	18.305,8	3,3	31.460,4	34.591,2	5,4
Iberdrola	14.127,3	16.859,0	3,0	24.479,2	26.978,0	4,2
Inditex	10.035,6	13.526,3	2,4	10.657,7	9.357,4	1,5
Arcelor	7.282,4	11.292,0	2,0	1.301,0	3.159,2	0,5
Banco Popular Español	10.755,4	11.028,2	2,0	17.614,3	18.375,5	2,9
Gas Natural	8.306,2	10.191,4	1,8	5.946,8	5.169,7	0,8
Altadis	6.535,6	9.544,6	1,7	17.268,5	20.437,3	3,2
Abertis Infraestructuras	6.297,4	8.934,0	1,6	3.098,8	4.249,9	0,7
Banco Español de Crédito	6.596,1	7.297,4	1,3	763,0	1.383,9	0,2
ACS	4.587,0	5.928,3	1,1	3.211,0	7.002,3	1,1
Unión Fenosa	4.536,7	5.895,5	1,1	4.351,5	6.562,7	1,0
Grupo Ferrovial	3.896,6	5.515,2	1,0	3.007,6	4.308,2	0,7
Banco de Sabadell <sup>(3)</sup>	3.470,1	5.263,3	0,9	375,7	4.545,3	0,7
FCC	3.817,8	4.626,0	0,8	2.768,9	2.565,0	0,4
Amadeus Global Travel Distrib.	3.038,5	4.466,3	0,8	3.744,9	7.482,4	1,2
Acciona	3.066,3	4.137,1	0,7	2.593,4	3.132,2	0,5
Sogecable	3.485,3	4.115,3	0,7	4.497,8	7.758,4	1,2
Promotora de Informaciones (Prisa)	2.516,3	3.417,9	0,6	923,8	2.142,0	0,3
Sacyr Vallehermoso <sup>(4)</sup>	2.949,7	3.233,8	0,6	3.228,7	2.180,2	0,3
Acerinox	2.459,6	3.108,4	0,6	3.809,8	5.941,2	0,9
Bankinter	2.472,0	3.011,8	0,5	1.994,8	1.994,4	0,3
Enagás	2.053,1	2.912,6	0,5	1.574,5	2.416,2	0,4
Corporación Mapfre	2.039,0	2.589,7	0,5	1.865,3	2.112,1	0,3
Telefónica Publicidad e Inform.	1.601,8	2.511,4	0,4	1.024,3	2.447,1	0,4
Gamesa Corporación Tecnológica	2.115,9	2.506,0	0,4	1.709,9	4.478,6	0,7
Metrovacesa	1.559,5	2.422,7	0,4	3.464,0	2.231,6	0,3
Iberia, Líneas Aéreas de España	2.095,4	2.390,5	0,4	1.943,2	4.132,9	0,6
Red Eléctrica de España	1.758,5	2.232,0	0,4	2.397,5	2.108,2	0,3
Indra Sistemas	1.570,2	1.940,8	0,3	2.380,3	2.846,4	0,4
NH Hoteles	1.088,9	1.166,6	0,2	2.020,1	1.418,8	0,2
Zeltia	1.124,1	1.033,7	0,2	1.505,9	1.005,6	0,2

(1) Capitalización a 31/12/2004.

(4) Respecto al total del mercado.

(2) El Banco de Sabadell fue incluido en el Ibex 35 el 1/7/2004.

(3) Sacyr Vallehermoso fue excluida del Ibex 35 el 1/7/2004.

## A.I.6

**Emisiones de renta variable registradas en la CNMV en 2004***Importe efectivo en millones de euros*

Empresa	Importe		Empresa	Importe	
	efectivo	Instr. <sup>(1)</sup>		efectivo	Instr. <sup>(1)</sup>
Abertis Infraestructuras	0,0	2	Jazztel, Plc.	48,9	1
Arcelor	1.172,9	1	La Seda de Barcelona	15,0	1
Avanzit	31,6	1	Metrovacesa	0,0	2
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	1.998,8	1		0,0	2
Banco de Sabadell	552,3	1	Miquel y Costas & Miquel	0,0	2
	752,3	3	Natra	15,0	1
Banco de Valencia	0,0	2	Natraceutical	20,0	1
Banco Pastor	215,5	1	Papeles y Cartones de Europa	0,0	2
Banco Santander Central Hispano	12.756,0	1	Prim	0,0	2
Cintra Concesiones de Infraestructuras de Transporte	349,6	4	Probitas Pharma	0,0	4
Cía. Española de Viviendas en Alquiler	0,0	2	Sacyr Vallehermoso	0,0	2
				159,3	1
Corporación Mapfre	500,5	1	Service Point Solutions	1,6	1
Dogi International Fabrics	28,9	1		0,4	1
European Aeronautic Defence and Space Company Eads	36,3	1	Sociedad Gr. Aguas de Barcelona	1,5	1
Faes Farma	0,0	2	SOS Cuétara	91,6	1
Inmobiliaria del Sur	0,0	2	Unipapel	0,0	2
Inypsa, Informes y Proyectos	0,0	2	Zardoya Otis	0,0	2
	0,0	2			

(1) Instrumento:

1. Ampliación no liberada.
2. Ampliación liberada.
3. Oferta pública de suscripción (OPS).
4. Conjuntamente, oferta pública de suscripción y oferta pública de venta.

## A.I.7

**Sociedades excluidas de cotización bursátil en 2004**

Sociedad	Mercado <sup>(1)</sup>	Motivo. Procedimiento	Fecha
Banco Atlántico	SIBE	A solicitud de la propia entidad emisora. Procedimiento intermedio.	1/7/04
Nueva Montaña Quijano	SIBE	A solicitud de la propia entidad emisora. Procedimiento intermedio.	14/9/04
Parques Reunidos	SIBE	A solicitud de la propia entidad emisora. Procedimiento intermedio.	29/3/04
Aceralia Corporación Siderúrgica	SIBE	Al haberse liquidado la Oferta Pública de Adquisición formulada por la propia sociedad de acuerdo con lo previsto en el artículo 7º.4 del RD 1197/1991.	2/3/04
Centros Comerciales Carrefour	SIBE	Al haberse liquidado la Oferta Pública de Adquisición formulada por la propia sociedad de acuerdo con lo previsto en el artículo 7º.4 del RD 1197/1991.	19/8/04
European Paper and Packaging Investment Corporation (en liquidación)	SIBE	Por acuerdo del Consejo de la CNMV.	1/7/04
Fastibex (en liquidación)	SIBE	Por acuerdo del Consejo de la CNMV.	30/7/04
Unión de Valores	Corros	A solicitud de la propia entidad emisora.	11/5/04
Obras y Servicios Públicos	Corros	A solicitud de la propia entidad emisora.	23/1/04
Renta Variable	Corros	A solicitud de la propia entidad emisora.	26/3/04
El Sardinero	Corros	A solicitud de la propia entidad emisora. Procedimiento intermedio.	2/1/04
Cementos Alfa	Corros	A solicitud de la propia entidad emisora. Procedimiento intermedio.	25/11/04
Smurfit Navarra	Corros	Al haberse liquidado la Oferta Pública de Adquisición formulada por la propia sociedad de acuerdo con lo previsto en el artículo 7º.4 del RD 1197/1991.	7/4/04
Compañía de Transportes e Inversiones	Corros	Al haberse liquidado la Oferta Pública de Adquisición formulada por la propia sociedad de acuerdo con lo previsto en el artículo 7º.4 del RD 1197/1991.	24/9/04
Compañía Inmobiliaria Valenciana	Corros	Al haberse liquidado la Oferta Pública de Adquisición formulada por la propia sociedad de acuerdo con lo previsto en el artículo 7º.4 del RD 1197/1991.	24/9/04
Pmrk Investment	Corros	A solicitud de la propia entidad emisora. Excluida por el Gobierno vasco.	28/5/04
Jumberca	Corros	Tras presentarse solicitud de declaración de quiebra. Excluida por la Generalidad de Cataluña.	24/9/04
Ibérica de Mantenimiento Industrial	Corros	Incumplimiento de las obligaciones en materia de remisión y publicación de información. Por acuerdo del Consejo de la CNMV.	27/5/04

## A.I.7

## Sociedades excluidas de cotización bursátil en 2004

(Continuación)

Sociedad	Mercado <sup>(1)</sup>	Motivo. Procedimiento	Fecha
Sansemisa	Corros	Por baja en el Registro Administrativo de Sociedades de Inversión Mobiliaria. Técnica.	2/2/04
Inversiones de Valores Industriales (en liquidación)	Corros, SIM	Al haber sido inscrita la baja en el Registro Mercantil. Técnica.	16/12/04
Arelguia	Corros, SIM	Por baja en el Registro Administrativo de Sociedades de Inversión Mobiliaria. Técnica.	26/11/04
Gallego 1 Cartera, SICAV <sup>(2)</sup>	Corros, SICAV	En una o varias Bolsas. Continúa negociando en otra u otras Bolsas.	18/10/04
Zestao de Inversiones, SICAV <sup>(3)</sup>	Corros, SICAV	En una o varias Bolsas. Continúa negociando en otra u otras Bolsas.	20/2/04
Kitzbuhel Inversiones, SICAV <sup>(4)</sup>	Corros, SICAV	En una o varias Bolsas. Continúa negociando en otra u otras Bolsas.	24/2/04
Cartera Integral, SICAV <sup>(5)</sup>	Corros, SICAV	En una o varias Bolsas. Continúa negociando en otra u otras Bolsas.	27/1/04
Lucel Inversiones SICAV	Corros, SICAV	Al haber sido inscrita la baja en el Registro Mercantil. Técnica.	3/5/04
Alfaval 2000 Inversiones SICAV	Corros, SICAV	Al haber sido inscrita la baja en el Registro Mercantil. Técnica.	7/12/04
Afina Darwin Systems	Corros, SICAV	Al haber sido inscrita la baja en el Registro Mercantil. Técnica.	10/3/04
Fofilado SICAV	Corros, SICAV	Al haber sido inscrita la baja en el Registro Mercantil. Técnica.	13/5/04
Banesto Ceuta y Melilla, SICAV (en liquidación)	Corros, SICAV	Al haber sido inscrita la baja en el Registro Mercantil. Técnica.	30/12/04
Lynx Capital	Corros, SICAV	Por baja en el Registro Administrativo de Sociedades de Inversión Mobiliaria. Técnica.	2/6/04
Cartera Musa, SICAV	Corros, SICAV	Por baja en el Registro Administrativo de Sociedades de Inversión Mobiliaria. Técnica.	4/11/04
Inversiones Casau, SICAV	Corros, SICAV	Por baja en el Registro Administrativo de Sociedades de Inversión Mobiliaria. Técnica.	5/7/04
Inversiones Geresa, SICAV	Corros, SICAV	Por baja en el Registro Administrativo de Sociedades de Inversión Mobiliaria. Técnica.	11/5/04
Fazyx Inversiones Mobiliarias, SICAV	Corros, SICAV	Por baja en el Registro Administrativo de Sociedades de Inversión Mobiliaria. Técnica.	29/12/04
BBVA Aragón, SICAV	Corros, SICAV	Por fusión. Técnica.	20/12/04
BBVA Ceme Inversiones, SICAV	Corros, SICAV	Por fusión. Técnica.	20/12/04
BBVA Privanza 25 Cartera, SICAV	Corros, SICAV	Por fusión. Técnica.	20/12/04
BBVA Privanza 50 Cartera, SICAV	Corros, SICAV	Por fusión. Técnica.	20/12/04
BBVA Privanza 75 Cartera, SICAV	Corros, SICAV	Por fusión. Técnica.	20/12/04
BBVA Mix 100, SICAV	Corros, SICAV	Por fusión. Técnica.	21/12/04
Saarema Inversiones	2º mercado	Al haberse liquidado la Oferta Pública de Adquisición formulada por la propia sociedad de acuerdo con lo previsto en el artículo 7º.4 del RD 1197/1991. Excluida por el Gobierno vasco.	13/12/04

## A.I.7

**Sociedades excluidas de cotización bursátil en 2004***(Continuación)*

<b>Sociedad</b>	<b>Mercado<sup>(1)</sup></b>	<b>Motivo. Procedimiento</b>	<b>Fecha</b>
Esteban España	2º mercado	A solicitud de la propia entidad emisora. Excluida por la Generalidad de Cataluña.	11/5/04
Intereconomía Corporación	2º mercado	A solicitud de la propia entidad emisora. Excluida por la Generalidad de Cataluña.	19/5/04
Gesticit	2º mercado	A solicitud de la propia entidad emisora. Excluida por la Generalidad Valenciana.	18/11/04
Aegis España	2º mercado	Incumplimiento de las obligaciones en materia de remisión y publicación de información. Por acuerdo del Consejo de la CNMV.	5/4/04

(1) En el caso de que la empresa sea una institución de inversión colectiva, se incluye dicha información en la columna.

(2) Excluida en Bolsa de Barcelona, sigue negociándose en Madrid.

(3) Excluida en Bolsa de Valencia, sigue negociándose en Barcelona.

(4) Excluida en Bolsa de Bilbao, sigue negociándose en Madrid.

(5) Excluida en Bolsa de Valencia, sigue negociándose en Madrid.

## A.I.8

**Ofertas públicas de adquisición de valores autorizadas en 2004***Importes en millones de euros*

Compañía	Autor de la oferta	Finalidad	% capital		
			social sobre el que se dirige	Importe realizado efectivo	Rtdo. en % <sup>(1)</sup>
Aceralia Corporación Siderúrgica	Aceralia Corporación Siderúrgica	Exclusión	4,97	85,1	80,65
Banco Atlántico	Banco de Sabadell	Toma de control	100,00	1.479,8	98,66 <sup>(2)</sup>
			Mín. 67,00		
Smurfit Navarra	Smurfit Navarra	Exclusión	5,85	2,3	73,33
Nueva Montaña Quijano	Coal Trade	Aumento de participación	55,16	4,2	55,55
Española del Zinc	Metainversión	Toma de participación <sup>(3)</sup>	Máx. 10,26	2,4	99,86 prorrateo
Centros Comerciales Carrefour	Centros Comerciales Carrefour	Exclusión	2,82	127,3	89,14
Cía. Inmobiliaria Valenciana	Cía. Inmobiliaria Valenciana	Exclusión	44,91	3,8	85,73
Cía. de Transportes e Inversiones	Cía. de Transportes e Inversiones	Exclusión	25,65	3,1	88,43
Cementos Molins	Cementos Molins y C. Molins Industrial	Reducción de capital	43,04	265,0	95,05
<b>Total importe</b>				<b>1.973,1</b>	

(1) Resultado en porcentaje sobre el número de valores a los que se dirige la OPA.

(2) Más un 1,26% transmitido indirectamente al oferente al margen de la OPA en iguales condiciones.

(3) El objetivo declarado de la OPA era la toma de una participación por ser considerada una oportunidad de inversión financiera, con vocación de permanencia a largo plazo, sin perseguir ningún otro interés u objetivo. Respecto al órgano de decisión de Española del Zinc, la intención del oferente era estar representado en su Consejo de Administración, colaborando con la actual dirección.

## A.I.9

**Emisiones brutas de las Administraciones Públicas (AAPP)***Importes nominales en millones de euros*

	Importe		Variación (%)	
	2003	2004	2003	2004
<b>Estado</b>	<b>73.089</b>	<b>77.416</b>	<b>8,5</b>	<b>5,9</b>
Corto plazo	36.208	36.964	12,3	2,1
Largo plazo	36.881	40.453	5,0	9,7
<b>Comunidades Autónomas</b>	<b>6.790</b>	<b>6.101</b>	<b>-37,9</b>	<b>-10,2</b>
Corto plazo	2.765	3.122	-54,9	12,9
Largo plazo	4.025	2.978	-16,3	-26,0
<b>Corporaciones locales</b>	<b>102</b>	<b>310</b>	<b>-72,4</b>	<b>204,6</b>
Corto plazo	–	–	–	–
Largo plazo	102	310	-72,4	204,6
<b>Total AAPP</b>	<b>79.980</b>	<b>83.827</b>	<b>1,7</b>	<b>4,8</b>

Fuente: Banco de España.

## A.I.10

**Emisiones netas de las Administraciones Públicas***Importes nominales en millones de euros*

	Importe		Variación (%)	
	2003	2004	2003	2004
<b>Estado</b>	<b>328</b>	<b>6.650</b>	<b>-95,7</b>	<b>1.929,0</b>
Corto plazo	2.935	-1.654	1.088,6	–
Largo plazo	-2.608	8.304	–	–
<b>Comunidades Autónomas</b>	<b>1.753</b>	<b>1.454</b>	<b>-41,6,0</b>	<b>-17,1</b>
Corto plazo	-154	231	–	–
Largo plazo	1.907	1.223	-35,0	-35,8
<b>Corporaciones locales</b>	<b>-38</b>	<b>-18</b>	<b>–</b>	<b>–</b>
Corto plazo	0	0	–	–
Largo plazo	-38	-18	–	–
<b>Total AAPP</b>	<b>2.043</b>	<b>8.086</b>	<b>-81,0</b>	<b>295,7</b>

Fuente: Banco de España.

## A.I.11

**Contratación de deuda del Estado entre titulares de cuenta.****Operaciones a vencimiento<sup>(1)</sup>, con pacto de recompra y simultáneas***Importes nominales en millones de euros*

	2000	2001	2002	2003	2004	Var. (%) 04/03
<b>Letras:</b>	<b>430.163</b>	<b>491.981</b>	<b>223.431</b>	<b>508.880</b>	<b>472.518</b>	<b>-7,1</b>
A vencimiento	23.571	21.790	14.770	62.075	85.222	37,3
– Contado	21.839	21.631	14.770	61.662	84.833	37,6
– Plazo	1.732	159	0	413	389	-5,8
Pacto de recompra	42.673	22.191	9.206	7.030	1.990	-71,7
Simultáneas	363.919	448.000	199.455	439.775	385.306	-12,4
<b>Bonos y obligaciones:</b>	<b>3.918.461</b>	<b>5.175.151</b>	<b>6.239.665</b>	<b>7.217.134</b>	<b>7.308.083</b>	<b>1,3</b>
A vencimiento	519.619	792.774	997.196	901.582	562.626	-37,6
– Contado	506.833	775.417	982.836	882.483	552.417	-37,4
– Plazo	12.786	17.357	14.360	19.099	10.209	-46,5
Pacto de recompra	112.806	62.686	88.078	58.550	94.254	61,0
Simultáneas	3.286.036	4.319.691	5.154.391	6.257.002	6.651.203	6,3
<b>Total</b>	<b>4.348.624</b>	<b>5.667.132</b>	<b>6.463.096</b>	<b>7.726.014</b>	<b>7.780.601</b>	<b>0,7</b>

(1) La operativa a vencimiento comprende operaciones al contado y a plazo.

Fuente: Banco de España.

## A.I.12

**Contratación de letras del Tesoro entre titulares de cuenta.****Distribución por tipo de contratación***Importes nominales en millones de euros*

	2000	2001	2002	2003	2004	Var. (%) 04/03
<b>A vencimiento<sup>(1)</sup>:</b>	<b>23.571</b>	<b>21.790</b>	<b>14.770</b>	<b>62.075</b>	<b>85.222</b>	<b>37,3</b>
– Senaf	–	–	0	27.093	36.350	34,2
– MTS-España	–	–	191	13.103	13.580	3,6
– EuroMTS	–	–	0	0	180	–
– Brokertec	–	–	–	–	–	–
Negociación bilateral	23.571	21.790	14.579	21.879	35.112	60,5
<b>Repos<sup>(2)</sup>:</b>	<b>406.592</b>	<b>470.191</b>	<b>208.661</b>	<b>446.805</b>	<b>387.296</b>	<b>-13,3</b>
– Senaf	–	–	1.866	30.527	18.211	-40,3
– MTS-España	–	–	–	243	0	-100,0
– EuroMTS	–	–	–	–	–	–
– Brokertec	–	–	–	–	–	–
Negociación bilateral	406.592	470.191	206.795	416.036	369.085	-11,3
<b>Total</b>	<b>430.163</b>	<b>491.981</b>	<b>223.431</b>	<b>508.880</b>	<b>472.518</b>	<b>-7,1</b>

(1) La operativa a vencimiento comprende operaciones al contado y a plazo.

(2) Repos comprende operaciones simultáneas y operaciones con pacto de recompra.

Fuente: Banco de España y Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

## A.I.13

**Contratación de bonos y obligaciones del Estado entre titulares de cuenta.****Distribución por tipo de contratación***Importes nominales en millones de euros*

	2000	2001	2002	2003	2004	Var. (%) 04/03
<b>A vencimiento<sup>(1)</sup>:</b>	<b>519.619</b>	<b>792.774</b>	<b>997.196</b>	<b>901.582</b>	<b>562.626</b>	<b>-37,6</b>
– Senaf	218.550	319.000	440.628	253.653	69.758	-72,5
– MTS-España	–	–	105.175	183.208	85.265	-53,5
– EuroMTS	53.952	116.162	105.031	111.705	47.503	-57,5
– Brokertec	1.121	7.344	6.403	2.137	337	-84,2
Negociación bilateral	245.996	350.268	339.959	350.879	359.763	2,5
<b>Repos<sup>(2)</sup>:</b>	<b>3.398.842</b>	<b>4.382.377</b>	<b>5.242.469</b>	<b>6.315.552</b>	<b>6.745.457</b>	<b>6,8</b>
– Senaf	–	–	26.217	436.455	277.358	-36,5
– MTS-España	–	–	–	7.501	388	-94,8
– EuroMTS	–	–	–	–	–	–
– Brokertec	–	–	–	–	–	–
Negociación bilateral	3.398.842	4.382.377	5.216.252	5.871.596	6.467.712	10,2
<b>Total</b>	<b>3.918.461</b>	<b>5.175.151</b>	<b>6.239.665</b>	<b>7.217.134</b>	<b>7.308.083</b>	<b>1,3</b>

(1) La operativa a vencimiento comprende operaciones al contado y a plazo.

(2) Repos comprende operaciones simultáneas y operaciones con pacto de recompra.

Fuente: Banco de España y Dirección General del Tesoro y Política Financiera.

## A.I.14

**Contratación de deuda del Estado con terceros.****Operaciones a vencimiento<sup>(1)</sup>, con pacto de recompra y simultáneas***Importes nominales en millones de euros*

	2000	2001	2002	2003	2004	Var. (%) 04/03
<b>Letras:</b>	<b>2.082.380</b>	<b>2.231.421</b>	<b>2.012.443</b>	<b>2.098.975</b>	<b>1.800.845</b>	<b>-14,2</b>
A vencimiento	58.594	36.715	25.326	28.120	30.327	7,8
– Contado	57.981	36.485	25.326	28.089	30.118	7,2
– Plazo	613	230	0	31	209	574,2
Pacto de recompra	1.994.986	2.164.743	1.985.248	2.069.898	1.768.729	-14,5
Simultáneas	28.800	29.963	1.869	957	1.789	86,9
<b>Bonos y obligaciones:</b>	<b>7.359.330</b>	<b>8.342.189</b>	<b>10.325.127</b>	<b>11.465.337</b>	<b>13.250.563</b>	<b>15,6</b>
A vencimiento	1.044.249	1.215.830	1.292.148	1.318.652	1.569.594	19,0
– Contado	1.036.401	1.208.224	1.288.012	1.274.648	1.469.330	15,3
– Plazo	7.848	7.606	4.136	44.004	100.264	127,9
Pacto de recompra	5.812.324	6.503.208	8.103.297	9.042.194	10.613.121	17,4
Simultáneas	502.757	623.151	929.682	1.104.491	1.067.848	-3,3
<b>Total</b>	<b>9.441.710</b>	<b>10.573.610</b>	<b>12.337.570</b>	<b>13.564.312</b>	<b>15.051.408</b>	<b>11,0</b>

(1) La operativa a vencimiento comprende operaciones al contado y a plazo.

Fuente: Banco de España.

## A.I.15

**Número de emisores y emisiones registradas en la CNMV: detalle por instrumentos**

	Número de emisores		Número de emisiones	
	2003	2004	2003	2004
<b>A largo plazo</b>	<b>97</b>	<b>116</b>	<b>146</b>	<b>192</b>
Bonos y obligaciones no convertibles	42	50	71	95
– de las cuales: deuda subordinada <sup>(1)</sup>	33	36	39	39
Bonos y obligaciones convertibles	2	1	2	1
Cédulas hipotecarias	8	9	15	17
Cédulas territoriales	3	2	4	2
Bonos de titulización	37	48	37	48
– de activos (BTA)	31	39	31	39
– hipotecarios (BTH)	6	9	6	9
Participaciones preferentes	8	12	12	26
Otras emisiones	4	2	5	3
<b>A corto plazo</b>	<b>63</b>	<b>58</b>	<b>73</b>	<b>62</b>
Pagarés de empresa	63	58	73	62
De los cuales, de titulización de activos	2	3	2	3
<b>Total</b>	<b>137</b>	<b>154</b>	<b>219</b>	<b>254</b>

(1) En el caso de los emisores no son cifras excluyentes, un mismo emisor ha podido emitir más de un tipo de instrumento.

## A.I.16

**Principales emisores<sup>(1)</sup> de renta fija en 2004**

Importes en millones de euros

Nombre de la empresa	Importe nominal emitido		
	Total	A corto plazo <sup>(2)</sup>	A largo plazo
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	15.500	–	15.500
Bankinter	10.050	8.000	2.050
BBVA Banco de Financiación	10.000	10.000	0
Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid	9.230	2.000	7.230
Banesto Banco de Emisiones	8.500	6.000	2.500
Banco de Sabadell	6.000	3.500	2.500
Banco Santander Central Hispano	5.500	–	5.500
Santander Consumer Finance	5.000	5.000	–
Banco Español de Crédito	4.750	–	4.750
Banco Popular Español	4.200	4.200	–
AYT Cédulas Cajas VIII, fondo de titulización de activos	4.100	–	4.100

(1) Emisores que durante 2004 registraron emisiones por importe superior a los 4.000 millones de euros.

(2) Pagarés de empresa: emisión o programa registrado.

## A.I.17

**Principales emisores de renta fija<sup>(1)</sup> en 2004. Detalle por instrumentos***Importes en millones de euros*

Tipo de activo	Emisor	Importe <sup>(2)</sup>
Bonos y obligaciones no convertibles	BBVA	6.500 (1.000)
	Caja Madrid	5.230 (250)
	BPE Financiaciones	3.600 (100)
	Santander Central Hispano	3.500
	Banco Popular Español	2.500
	Banesto Banco de Emisiones	2.500 (300)
	Bankinter	2.050 (50)
	B. Crédito Local	1.750
	Caixa d'Estalvis de Catalunya	1.704 (300)
	Banco de Sabadell	1.300 (300)
	RTVE	1.200
	Bancaja	1.200
	C. de Ahorros del Mediterráneo	1.075
	Banco Español de Crédito	1.000
	Caixa d'Estalvis de Terrassa	1.000 (70)
	Repsol International Finance	1.000
	Cédulas hipotecarias	BBVA
Banesto		3.750
BSCH		2.000
Caja Madrid		2.000
Banco de Sabadell		1.200
Cédulas territoriales	La Caixa	1.000
	Banco de Crédito Local	1.600
Cédulas territoriales	Dexia	1.600
	Banco de Crédito Local	1.600
Participaciones preferentes	Santander Finance Capital	1.900
	BBVA Capital Finance	1.625
	Caja Madrid Finance Preferred	1.140
Pagarés de empresa <sup>(3)</sup>	BBVA Banco de Financiación	10.000
	Bankinter	8.000
	Banesto Banco de Emisiones	6.000
	Santander Consumer Finance	5.000
	Banco Popular Español	4.200
	Banco de Sabadell	3.500
	Repsol YPF	3.000
	Banco de Andalucía	2.690
	Caixa d'Estalvis de Catalunya	2.100
	Endesa	2.000
	Telefónica	2.000
	Banco Pastor	2.000
	Bancaja	2.000
	C. de Ahorros del Mediterráneo	2.000
	C. de A. y M.P. de Madrid	2.000
	C.A. y Pensiones de Barcelona	1.500
	M.P. y C.A. de Ronda <sup>(4)</sup>	1.500
Iberdrola	1.000	
Caixanova	1.000	
Caja de Ahorros de Galicia	1.000	
Santander Central Hispano Titulización <sup>(5)</sup>	1.000	

(1) Emisores con emisión superior a 1.000 millones de euros en 2004, en el instrumento financiero correspondiente.

(2) Los importes entre paréntesis corresponden a emisiones de deuda subordinada.

(3) Importe de la emisión o programa registrado.

(4) Monte de Piedad y Caja de Ahorros de Ronda, Cádiz, Almería, Málaga y Antequera.

(5) Pagarés de titulización.

## A.1.18

**Emisores de pagarés: mayores saldos vivos a 31 de diciembre de 2004***Importes en millones de euros*

Emisor	Importe	% sobre el total
Banesto Emisiones	6.000	12,6
BBVA Banco de Financiación	5.479	11,5
Banco Popular	3.249	6,8
Santander Consumer Finance	3.132	6,6
Bankinter	2.862	6,0
Banco Sabadell	2.727	5,7
Santander Investment Services	2.499	5,2
Caixa de Catalunya	2.038	4,3
Caja Madrid	1.814	3,8
Banco Pastor	1.122	2,4
Banco de Andalucía	1.111	2,3
FTA Santander I	1.000	2,1
Caixanova	977	2,0
La Caixa	969	2,0
Telefónica	957	2,0

## A.I.19

**Principales emisores<sup>(1)</sup> de bonos de titulización en 2004***Importes en millones de euros*

Emisor	Importe	Activos titulizados
AYT Cédulas Cajas VIII, Fondo de Titulización de Activos	4.100	Cédulas hipotecarias
AYT Cédulas cajas VI, Fondo de Titulización de Activos	3.300	Cédulas hipotecarias
IM Banco Popular FTPYME 1, Fondo de Titulización de Activos	2.000	PYME
IM Cédulas 1 Grupo Banco Popular, Fondo de Titulización de Activos	2.000	Cédulas hipotecarias
Cédulas TDA 3, Fondo de Titulización de Activos	2.000	Cédulas hipotecarias
Bancaja 7, Fondo de Titulización de Activos	1.900	Certificados de transmisión de hipotecas
Santander Hipotecario I, Fondo de Titulización de Activos	1.875	Certificados de transmisión de hipotecas
Fondo de Titulización de Activos Santander Público 1	1.850	Préstamos al sector público <sup>(2)</sup>
Fondo de Titulización de Activos FTPYME Santander 2	1.800	PYME
AYT Cédulas cajas VII, Fondo de Titulización de Activos	1.750	Cédulas hipotecarias
Cédulas TDA 4, Fondo de Titulización de Activos	1.500	Cédulas hipotecarias
Cédulas TDA 5, Fondo de Titulización de Activos	1.500	Cédulas hipotecarias
IM Cédulas 2, Fondo de Titulización de Activos	1.475	Cédulas hipotecarias
TDA CAM 3, Fondo de Titulización de Activos	1.200	Participaciones hipotecarias y Certificados de transmisión de hipotecas
Bankinter 8, Fondo de Titulización de Activos	1.070	Participaciones hipotecarias y Certificados de transmisión de hipotecas
IM Cédulas 3, Fondo de Titulización de Activos	1.060	Cédulas hipotecarias
BBVA-3 FTPYME Fondo de Titulización de Activos	1.000	PYME
BBVA Autos 1 Fondo de Titulización de Activos	1.000	Préstamos autos nuevos

(1) Emisores con emisión superior a 1.000 millones de euros en 2004.

(2) Incluye además una pequeña proporción de valores hipotecarios.

## A.I.20

**Contratación en AIAF por cuenta propia***Importes nominales en millones de euros*

	2000	2001	2002	2003	2004	Var. (%) 04/03
Pagarés	3.856,34	5.853,41	5.636,99	2.945,58	9.440,17	220,50
Bonos y obligaciones	38.630,74	24.509,29	32.498,27	48.875,51	122.989,44	151,60
Cédulas hipotecarias	4,52	142,80	204,04	184,20	5.949,50	3.130,00
Cédulas territoriales	0,00	0,00	0,00	3,94	4,00	1,50
Bonos Matador	597,88	1.726,86	3.274,73	2.992,04	3.519,30	17,60
<b>Total</b>	<b>43.089,48</b>	<b>32.232,36</b>	<b>41.614,03</b>	<b>55.001,27</b>	<b>141.902,41</b>	<b>158,00</b>

A.I.21

### Sociedades requeridas por la CNMV por salvedades en auditorías sobre las cuentas de 2003

*Sociedades que han solucionado las salvedades o han adoptado un plan para su solución*

Emisor	Mercado/Segmento <sup>(1)</sup>
Antena 3 de Televisión	Mercado continuo
Dogi International Fabrics	Mercado continuo
Federico Paternina	Mercado continuo
Hullas del Coto Cortés	Mercado continuo
Parques Reunidos	Mercado continuo
Service Point Solutions	Mercado continuo
Amper	Nuevo mercado
Avanzit	Nuevo mercado
Bodegas Bilbaínas	Viva voz
Fletamentos Marítimos	Viva voz
Intereconomía Corporación	Segundo mercado
Banco de la Pequeña y Mediana Empresa	AIAF

*Sociedades requeridas por salvedades cuya resolución depende de acontecimientos futuros o que no se pueden solucionar a corto plazo*

Emisor	Mercado/Segmento <sup>(1)</sup>
Española del Zinc	Mercado continuo
Funespaña	Mercado continuo
Lingotes Especiales	Mercado continuo
Mecalux	Mercado continuo
Nueva Montaña Quijano	Mercado continuo
Sniace	Mercado continuo
Sociedad Española del Acumulador Tudor	Mercado continuo
Tableros de Fibras	Mercado continuo
Urbanizaciones y Transportes	Mercado continuo
Vidrala	Mercado continuo
Natraceutical	Nuevo mercado
Carroggio de Ediciones	Viva voz
Compañía de Inversiones Cinsa	Viva voz
Industrias del Acetato de Celulosa	Viva voz
Industrias del Curtido	Viva voz
Minero Siderúrgica de Ponferrada	Viva voz
Promociones y Concierdos Inmobiliarios	Viva voz
Gesticit	Segundo mercado
Saarema Inversiones	Segundo mercado
Recol Networks	No cotiza

(1) Mercado/segmento en que estaban admitidos los valores del emisor a la fecha de elaboración de las cuentas anuales.

## A.I.22

**Número de accionistas de las sociedades del Ibex 35<sup>(1)</sup>  
con participación significativa<sup>(2)</sup>**

Entidades	Participación			
	5%-10%	10%-25%	25%-50%	> 50%
Abertis Infraestructuras	2	2	–	–
Acciona	–	–	–	1
Acerinox	1	2	–	–
ACS	2	1	–	–
Altadis	2	1	–	–
Amadeus Global Travel. Distribution <sup>(3)</sup>	1	–	2	–
Banco Popular	3	1	–	–
Banco de Sabadell	–	1	–	–
Banesto	–	–	–	1
Bankinter	3	–	–	–
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	1	–	–	–
Corporación Mapfre	1	–	–	1
Enagás	6	–	1	–
Endesa	3	–	–	–
Fomento de Construcciones y Contratas	–	1	–	1
Grupo Ferrovial	–	–	–	1
Gamesa Corporación Tecnológica	1	1	1	–
Gas Natural SDG	2	–	2	–
Iberdrola	3	–	–	–
Iberia, Líneas Aéreas de España	4	1	–	–
Industrias de Diseño Textil (Inditex)	2	–	–	1
Indra Sistemas	–	2	–	–
Metrovacesa	4	2	–	–
NH Hoteles	5	1	–	–
Promotora de Informaciones (Prisa)	1	–	1	–
Red Eléctrica de España (REE)	1	–	1	–
Repsol YPF	1	2	–	–
Banco Santander Central Hispano	2	–	–	–
Sogecable	1	3	–	–
Telefónica	3	–	–	–
Telefónica Móviles	–	–	–	1
Telefónica Publicidad e Información (TPI)	–	–	–	1
Unión Fenosa	1	1	–	–
Zeltia	1	1	–	–
<b>Suma de accionistas</b>	<b>57</b>	<b>23</b>	<b>8</b>	<b>8</b>

(1) Por razones de homogeneización no se incluye la sociedad Arcelor, al estar sujeta a una normativa distinta de la española por tener su domicilio social en Luxemburgo.

(2) Participaciones superiores al 5%. El Real Decreto de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisición por éstas de acciones propias denomina participaciones significativas a las que superan este porcentaje en general, y a las que superan el 1% si el inversor está radicado en un paraíso fiscal.

(3) Se presentó una OPA sobre esta sociedad que podría afectar a la estructura de propiedad.

Informe Anual CNMV 2004

# Parte II

Entidades financieras  
y servicios de inversión

## [7] Instituciones de inversión colectiva (IIC)

Los rasgos más destacados de la evolución en 2004 de las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) en España pueden resumirse así:

- El patrimonio de los fondos de inversión mobiliarios creció un 12,1% en 2004, impulsado por la recuperación de los principales mercados financieros, y consolidando la tendencia al alza iniciada en 2003. El número de partícipes e instituciones creció de forma moderada. Continuó el dinamismo de los fondos de inversión de carácter inmobiliario.
- El patrimonio gestionado por las Sociedades de Inversión de Capital Variable (SICAV) y su número de accionistas también registraron aumentos importantes (14,95% y 6,62%, respectivamente), en línea con la recuperación general de la actividad de las IIC. La nueva ley de IIC<sup>1</sup> obliga a las sociedades de inversión mobiliaria de capital fijo a transformarse en sociedades de inversión mobiliaria de capital variable (SICAV)<sup>2</sup>. En 2004 se produjeron 24 de estas transformaciones.
- Las sociedades gestoras de IIC también vivieron un período de auge en 2004 con aumentos significativos en el patrimonio gestionado y en los resultados obtenidos, si bien

el número de estas entidades registrado en la CNMV descendió.

- Por su parte, el patrimonio gestionado por las IIC extranjeras comercializadas en España prácticamente se dobló en 2004 debido a las elevadas inversiones que los fondos de carácter nacional y otros inversores institucionales efectuaron sobre estas instituciones.
- Durante 2004 prosiguieron los trabajos preparatorios del Reglamento que desarrollará la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

Como complemento de lo expuesto en este capítulo, las cuestiones relativas a la supervisión de las IIC se abordan en el capítulo 12, epígrafe 12.2.3.

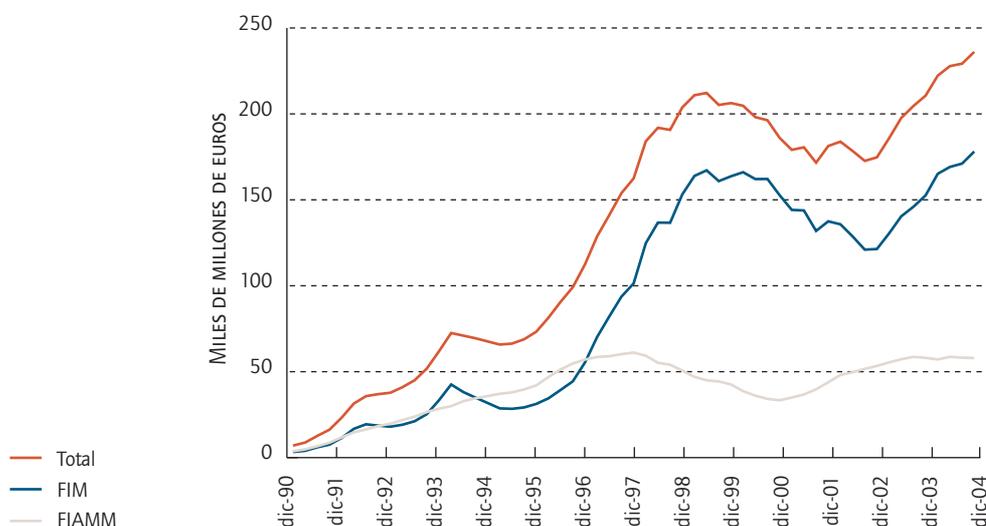
### 7.1. Fondos de inversión

#### 7.1.1. Patrimonio

El patrimonio de los fondos de inversión de carácter mobiliario alcanzó los 236.088 millones de euros al finalizar 2004,

Gráfico 7.1

**Evolución del patrimonio de los fondos de inversión en España**



<sup>1</sup> Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC.

<sup>2</sup> El plazo para realizar la transformación finaliza en febrero de 2006.

Cuadro 7.1

**Patrimonio y variación patrimonial de los fondos de inversión: detalle por categorías***Importes en miles de euros*

Categoría	Patrimonio	En %	Variación (s/dic. 2003)		
			En valor absoluto <sup>(1)</sup>	Suscripciones netas	Rendimientos netos
Renta fija corto plazo	48.008.950	19,0	7.655.130	6.879.419	775.711
Renta fija largo plazo	12.414.699	11,5	1.277.753	889.276	388.476
Renta fija mixta	6.676.640	4,8	303.631	15.362	288.269
Renta variable mixta	7.013.176	-5,1	-378.456	-841.644	463.187
Renta variable nacional	8.042.056	40,4	2.312.760	1.129.985	1.182.775
Renta fija internacional	2.095.780	11,9	222.662	191.940	30.722
Renta fija mixta internacional	5.128.667	-5,5	-299.359	-455.838	156.479
Renta variable mixta internacional	2.371.354	-6,0	-150.818	-256.731	105.913
Renta variable euro	4.750.495	9,1	395.317	16.595	378.722
Garantizado renta fija	13.840.598	18,6	2.167.086	1.832.627	334.459
Garantizado renta variable	39.772.657	7,3	2.710.402	1.236.515	1.473.887
Fondos globales	18.114.731	85,4	8.342.732	8.028.924	313.808
Renta variable internacional Europa	3.726.659	19,3	603.415	339.448	263.967
Renta variable internacional Japón	608.156	40,3	174.758	173.119	1.639
Renta variable internacional EEUU	961.013	-12,2	-133.543	-130.426	-3.117
Renta variable internacional emergentes	637.211	56,3	229.551	136.832	92.720
Renta variable internacional otros	3.936.721	2,4	93.795	-24.138	117.933
<b>Total FIM</b>	<b>178.099.563</b>	<b>16,7</b>	<b>25.526.816</b>	<b>19.161.265</b>	<b>6.365.550</b>
<b>Total FIAMM<sup>(2)</sup></b>	<b>57.988.791</b>	<b>-0,1</b>	<b>-65.626</b>	<b>-739.270</b>	<b>675.677</b>
<b>Total fondos mobiliarios</b>	<b>236.088.354</b>	<b>12,1</b>	<b>25.461.190</b>	<b>18.421.995</b>	<b>7.041.227</b>
<b>Total fondos inmobiliarios</b>	<b>4.300.846</b>	<b>51,4</b>	<b>1.460.146</b>	<b>1.303.775</b>	<b>156.371</b>

(1) No se incluyen los cambios de patrimonio dentro de cada vocación debido a cambios de vocación.

(2) La variación patrimonial total de los FIAMM no coincide con la suma de las suscripciones netas y los rendimientos netos por la existencia de unos beneficios brutos distribuidos (dividendos) que se contabilizan de forma independiente y que ascendieron a 2,033 millones de euros en 2004.

un 12,1% más que en 2003 (véanse gráfico 7.1 y cuadro 7.1). Los activos de este sector representaban cerca del 30% del PIB nacional y se consolidan como una opción estable para las familias, pues suponen entre el 12% y el 13% de sus activos financieros totales desde hace cinco años (véase capítulo 1). Los activos de los FIM crecieron un 16,7% hasta los 178.099 millones de euros, mientras que los de los FIAMM se mantuvieron en 57.988 millones de euros, una cifra similar a la del año precedente.

El elevado volumen de suscripciones netas supuso más del 75% del aumento total del patrimonio de los FIM, mientras que el resto del aumento (25%) tuvo su origen en las revalorizaciones de las carteras (véase cuadro 7.1). Las entradas de

fondos fueron especialmente elevadas en los fondos globales, especialmente en el primer trimestre del año, y en los de renta fija a corto plazo, donde el volumen de suscripciones fue ascendiendo a lo largo de 2004. También fueron significativas las suscripciones de fondos garantizados, atractivos para los inversores más aversos al riesgo, y de fondos de renta variable nacional, cuyo protagonismo ha aumentado gracias a la evolución favorable de la bolsa nacional. Como en años precedentes, una parte significativa del incremento patrimonial de los FIM provino de las inversiones de otros fondos de inversión<sup>3</sup>. En relación con las revalorizaciones de la cartera, cabe señalar que fueron prominentes en los fondos con mayor presencia de renta variable nacional, sobre todo en el último trimestre del año.

<sup>3</sup> De los 25.526,8 millones de euros en que aumentó el patrimonio de los FIM, casi 4.000 millones correspondieron a participaciones adquiridas por fondos de fondos y por fondos subordinados. Estas inversiones afectaron principalmente a los fondos globales y en menor medida a los FIM de renta fija a corto plazo.

Cuadro 7.2

**Altas y bajas en el registro de entidades en 2004**

Tipo de entidad	Entidades registradas			Entidades registradas a 31/12/04
	a 31/12/03	Altas	Bajas	
<b>Ámbito inversión colectiva:</b>	<b>6.056</b>	<b>374</b>	<b>211</b>	<b>6.219</b>
Fondos de inversión	2.559	211	142	2.628
FIM	2.386	207	137	2.456
FIAMM	168	2	5	165
FII	5	2	0	7
Sociedades de inversión	3.003	133	37	3.099
SIM	108	1	25	84
SICAV	2.894	131	12	3.013
SII	1	1	0	2
SGIIC	119	5	8	116
Depositarios	142	2	6	138
OICVM <sup>(1)</sup>	233	23	18	238

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

**Fondos garantizados**

Un año más, los fondos garantizados a vencimiento (FG) continuaron consolidándose como una de las apuestas más fuertes por parte de los distintos grupos financieros para captar ahorro y como uno de los productos preferidos por los inversores. Pese al mejor comportamiento de los principales mercados financieros durante el pasado ejercicio, los fondos garantizados captaron en 2004 más de 3.000 millones de euros de suscripciones netas, quedando sólo por detrás de los fondos de renta fija a corto plazo y fondos globales. A 31 de diciembre, los FG concentraban el 22,6% del patrimonio total de los fondos de inversión de carácter financiero (FIM y FIAMM), correspondiendo un 5,9% a FG de renta fija y un 16,8% a FG de renta variable (con rendimiento final dependiente de índices, valores de renta variable, tipos de cambio, etc.).

Por número de fondos, los más importantes fueron los fondos garantizados a vencimiento referenciados a índices, valores de renta variable o cestas de valores, con 41 productos garantizados más que el año anterior, mientras que los de renta fija se mantuvieron estables. En renta fija, además de los tradicionales fondos que garantizan a vencimiento un determinado porcentaje de revalorización sobre la inversión inicial, destacaron los fondos que garantizan la percepción de rentas periódicas, instrumentadas a través del reembolso de participaciones, además de la recuperación a vencimiento de la inversión inicial. Estos reembolsos pueden ser una cantidad fija o variable en función del comportamiento de los tipos de interés. Además, cabe destacar el lanzamiento de varios fondos no incluidos en las anteriores categorías que, aunque se clasifican como fondos globales y pueden estar invertidos en todo tipo de activos según el criterio de la sociedad gestora, cuentan con una garantía de capital a vencimiento y tratan de obtener una rentabilidad adicional no garantizada.

Uno de los objetivos principales de la CNMV respecto a los fondos garantizados consistió en fomentar la transparencia de unos productos que en ocasiones pueden llegar a ser muy complejos. Para ello, se trabajó en la información que llega a los inversores a través de los folletos explicativos. En particular, los esfuerzos se concentraron en la claridad de la descripción de las garantías y la terminología utilizada, y se amplió la información sobre la estructura de las carteras de estos fondos y los gastos soportados. Generalmente, un elevado porcentaje de la cartera se encuentra invertido en activos de renta fija cuya rentabilidad se destina a cubrir los gastos del fondo y/o a la recuperación de la inversión inicial a vencimiento y, en su caso, un pequeño porcentaje se destina a la adquisición de productos derivados que permitan alcanzar la parte variable del objetivo de rentabilidad. Asimismo, se incluyeron advertencias relativas al riesgo asociado a los reembolsos antes del vencimiento de la garantía.

En el año 2004 la rentabilidad obtenida por los FG fue el 2,5% en los de renta fija y el 3,9% en los de renta variable (véase cuadro 7.4).

En lo que concierne a los FIAMM, su patrimonio continúa siendo elevado, pero su escasa rentabilidad (vinculada a los reducidos tipos de interés a corto plazo existentes) continúa limitando el atractivo de estas instituciones, que experimentaron salidas netas de fondos a lo largo de todo el año, salvo en el segundo trimestre del mismo.

También es destacable el crecimiento del patrimonio de los fondos de carácter inmobiliario, que alcanzó los 4.300,8 millones de euros, un 51,4% más que en 2003. Cerca del 90% de este aumento patrimonial tuvo origen en las suscripciones netas, mientras que el resto se produjo por la revalorización de la cartera.

### 7.1.2. Partícipes e instituciones

El buen tono del sector también se manifestó en el aumento del número de partícipes (262.000), cuya cifra total quedó en 7,9 millones a finales de 2004 (6 millones en los FIM y 1,9 en los FIAMM). Las modalidades de fondos que captaron nuevos partícipes en mayor medida fueron los globales (302.000), los garantizados de renta variable (51.000) y los de renta variable nacional (51.000), en línea con la evolución del patrimonio comentada.

En relación con el número de instituciones (véase cuadro 7.2), se distingue el crecimiento neto en el número de FIM registrados en la CNMV (70), frente al descenso neto de FIAMM (3), lo que proporciona un aumento total neto en el número de fondos de 67, hasta 2.621 en total (2.456 FIM y 165 FIAMM).

En el ámbito de los fondos de carácter inmobiliario se produjo el alta de dos nuevas instituciones, con lo que el número total de este tipo de entidades quedó en siete. El número de partícipes superó los 113.000 frente a los 88.500 del año anterior.

### 7.1.3. Política inversora

En 2004 se distinguieron las siguientes pautas en la política inversora de los fondos (véase cuadro 7.3):

- Aumento del peso de la cartera interior (es decir, de valores españoles) en el patrimonio total de los FIM y de los FIAMM, más pronunciado en estos últimos. Al cierre del ejercicio, la cartera interior de los FIM suponía el 44,6% del patrimonio total, y la de los FIAMM el 59,7%<sup>4</sup>.

- Aumento de las inversiones en acciones, en participaciones en fondos de inversión y en renta fija privada por parte de los FIM, especialmente en la cartera interior. Respecto a las inversiones de la cartera exterior, destaca el crecimiento de las inversiones en renta fija denominada en euros, aunque cedió en importancia relativa respecto al resto de inversiones<sup>5</sup>.
- Aumento de las inversiones en renta fija privada y en adquisiciones temporales de activos de la cartera interior en el caso de los FIAMM. Destaca el descenso en términos absolutos y relativos de las inversiones en renta fija denominada en euros<sup>6</sup>.

Los fondos de inversión mantienen un papel destacado como inversores en los mercados de valores nacionales, como se aprecia en el anexo A.II.1. En los mercados de renta fija privada, el patrimonio invertido aumentó desde el 9,9% del saldo vivo de estos instrumentos en 2003 hasta el 11,1% en 2004. También es destacable el mantenimiento del patrimonio de los fondos invertido en renta variable en tasas cercanas al 5% de la capitalización de las bolsas nacionales. Por el contrario, el peso relativo de estas instituciones en los mercados de deuda pública se redujo tanto en las modalidades de corto como de largo plazo.

### 7.1.4. Rentabilidades y comisiones

Por segundo año consecutivo, las rentabilidades nominales de los fondos de inversión fueron positivas en todas sus modalidades, aunque inferiores a las registradas en 2003, debido a las ganancias más moderadas en las bolsas y al descenso de los tipos de interés a corto plazo (véase cuadro 7.4). No obstante, en términos reales —es decir, descontando la inflación anual, que fue del 3,2%—, la rentabilidad fue negativa para algunas modalidades, como es el caso de los FIAMM, los fondos de renta fija, los fondos globales y los fondos de renta variable internacional EEUU, afectados fuertemente por la depreciación de la divisa norteamericana.

Es destacable el rendimiento de los fondos de renta variable en países emergentes, que se situó en el 22,86%, superando el de los fondos de renta variable nacional (19,51%). Por otra parte, el descenso de los tipos de interés a corto plazo hizo que las rentabilidades obtenidas por los fondos de renta fija a corto plazo y los FIAMM se situaran en el 1,78% y en el 1,18%, respectivamente, mientras que otras modalidades

<sup>4</sup> En 2003, estos porcentajes fueron del 42,4% para los FIM, y 50,7% para los FIAMM.

<sup>5</sup> Las inversiones en renta fija de la cartera en euros suponían el 36,3% del patrimonio total frente al 10,3% de las inversiones en acciones y participaciones en fondos de inversión.

<sup>6</sup> El peso de las inversiones en renta fija denominada en euros ascendía al 38,3% del patrimonio total de los FIAMM en 2004 (46,4% en 2003).

Cuadro 7.3

**Distribución del patrimonio de los fondos***Importes en millones de euros, a valor de mercado*

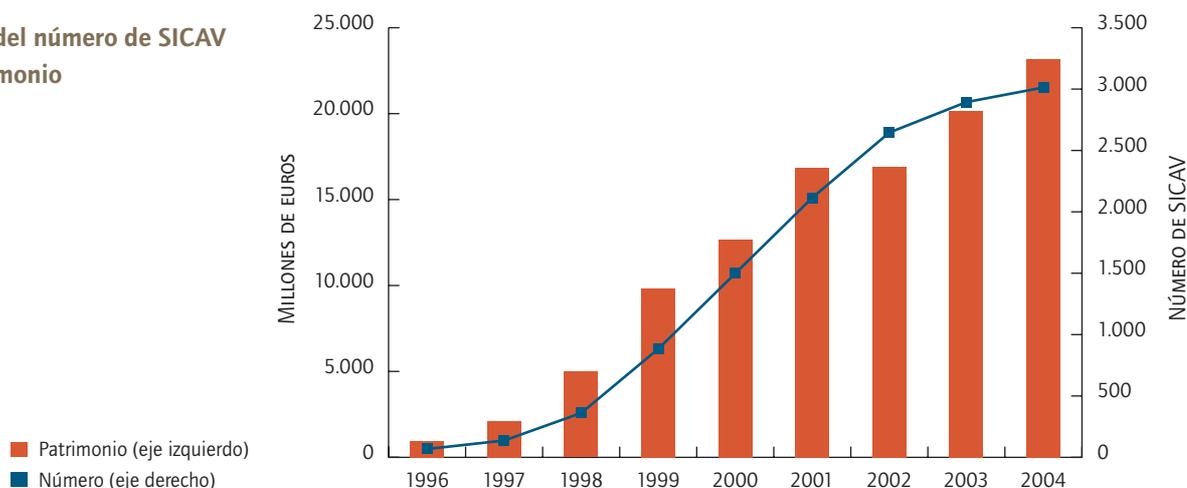
	FIM			FIAMM		
	2003	2004	% var.	2003	2004	% var.
Liquidez	6.015	5.280	-12,2	1.742	1.227	-29,6
Inversión en Cartera	147.003	173.383	17,9	56.366	56.830	0,8
Cartera Interior	64.679	79.442	22,8	29.405	34.617	17,7
Acciones y part. en fondos de inversión	19.832	26.361	32,9	–	–	–
Valores de renta fija pública	14.459	12.690	-12,2	5.458	3.167	-42,0
Valores de renta fija privada	9.370	17.884	90,9	10.123	16.087	58,9
Adquisición temporal de activos	20.975	22.349	6,5	13.825	15.358	11,1
Resto	44	157	257,1	–	–	–
Cartera Exterior	82.324	93.941	14,1	26.961	22.213	-17,6
Euros	74.891	85.480	14,1	26.960	22.203	-17,6
Resto	7.433	8.461	13,8	1	10	781,9
Saldo neto (Deudores-Acreedores)	-445	-563	26,4	-54	-68	27,2
<b>Patrimonio</b>	<b>152.573</b>	<b>178.100</b>	<b>16,7</b>	<b>58.054</b>	<b>57.989</b>	<b>-0,1</b>

Cuadro 7.4

**Rentabilidad de los fondos de inversión: detalle por categoría***En %*

Categoría	2000	2001	2002	2003	2004
Renta fija corto plazo	3,05	3,84	2,72	1,89	1,78
Renta fija largo plazo	4,05	4,02	4,34	2,58	3,40
Renta fija mixta	0,68	-0,50	-3,84	5,14	3,95
Renta variable mixta	-6,45	-6,61	-15,92	11,34	6,87
Renta variable nacional	-16,67	-8,80	-26,91	29,02	19,51
Renta fija internacional	7,46	2,89	-0,64	1,66	1,82
Renta fija mixta internacional	-1,20	-1,33	-2,42	2,39	2,98
Renta variable mixta internacional	-6,78	-8,61	-17,96	7,55	4,29
Renta variable euro	-6,09	-19,03	-33,45	16,91	9,23
Renta variable internacional	-16,98	-20,85	–	–	–
Garantizado renta fija	3,78	4,42	4,46	2,39	2,50
Garantizado renta variable	-1,09	0,24	0,37	2,66	3,92
Fondos globales	-6,77	-10,44	-12,42	5,79	2,31
Renta variable internacional Europa	–	–	-33,78	13,36	8,61
Renta variable internacional Japón	–	–	-25,41	11,84	5,94
Renta variable internacional EEUU	–	–	-34,25	10,03	0,37
Renta variable internacional emergentes	–	–	-24,53	26,48	22,86
Renta variable internacional otros	–	–	-35,16	11,77	4,70
<b>Total FIM</b>	<b>-2,81</b>	<b>-2,91</b>	<b>-5,62</b>	<b>5,16</b>	<b>4,15</b>
<b>Total FIAMM</b>	<b>2,91</b>	<b>3,55</b>	<b>2,42</b>	<b>1,50</b>	<b>1,18</b>
<b>Total Fondos mobiliarios</b>	<b>-1,73</b>	<b>-1,56</b>	<b>-3,31</b>	<b>4,02</b>	<b>3,36</b>
<b>Total Fondos inmobiliarios</b>	<b>7,73</b>	<b>7,49</b>	<b>7,87</b>	<b>6,89</b>	<b>6,70</b>

Gráfico 7.2

**Evolución del número de SICAV y del patrimonio**

de renta fija con carteras de mayor duración se vieron favorecidas por el descenso de los tipos de interés a largo plazo durante el año.

Las rentabilidades de los fondos garantizados continuaron siendo modestas (2,5% en renta fija y 3,9% en renta variable), si bien experimentaron un moderado ascenso respecto a las del año anterior. La rentabilidad de los fondos globales, fuertes receptores de fondos en los últimos años según se ha comentado, quedó en un modesto 2,3% en el año. Finalmente, la rentabilidad obtenida por los fondos inmobiliarios (6,7%) fue ligeramente inferior a la del año anterior, pero significativamente superior que la del conjunto de fondos mobiliarios. La rentabilidad de estos fondos refleja el dinamismo del sector inmobiliario en la economía española de los últimos años.

En materia de comisiones repercutidas a los fondos, cabe observar el ligerísimo descenso, tanto para los FIM como para los FIAMM, de las comisiones de gestión aplicadas calculadas sobre el patrimonio medio diario (véase anexo A.II.2). Así, en el caso de los FIM, estas comisiones, que representaron el 90% de los gastos repercutidos por las gestoras, pasaron del 1,19% del patrimonio medio diario de los fondos en 2003 al 1,16% en 2004. En el caso de los FIAMM, este descenso fue del 0,9% al 0,87%.

## 7.2. Sociedades de inversión de capital variable (SICAV)

A partir de la entrada en vigor el 5 de febrero de 2004 de la Ley 35/2003 de 4 de noviembre, de IIC, las únicas socieda-

des de inversión mobiliaria que se consideran instituciones de inversión colectiva (IIC) son las sociedades de inversión de capital variable (SICAV). En consecuencia, las sociedades de inversión mobiliaria de capital fijo (las llamadas SIM) deben transformarse en SICAV en el plazo de dos años a partir de la entrada en vigor de la ley y si esto no ocurre, se cancelará su inscripción en el registro de la CNMV<sup>7</sup>. Como consecuencia de ello, durante 2004 se dieron de baja 25 SIM, aunque permanecen todavía inscritas 84 sociedades de este tipo a final de 2004. De las 25 bajas, 24 de ellas se han transformado ya en SICAV.

El número de SICAV se incrementó en 2004: a final de año había registradas 3.013 SICAV, 119 más que a finales de 2003 (véase cuadro 7.2). El patrimonio invertido por dichas sociedades aumentó un 14,95%, alcanzando los 23.176 millones de euros (véanse gráfico 7.2 y cuadro 7.5).

### 7.2.1. Accionistas y patrimonio

El número de accionistas aumentó con respecto a 2003, situándose a finales de 2004 en 359.151 (véase cuadro 7.5).

### 7.2.2. Inversión en cartera

Respecto a las pautas de inversión del patrimonio de estas entidades (véase cuadro 7.5), hay que destacar que se sigue manteniendo una proporción similar a 2003 en inversiones interiores y exteriores; es decir, la cartera interior supone un 53% del patrimonio (52% en 2003), y la cartera exterior un 44% (igual en 2003).

Dentro de la cartera interior aumentó el peso de las inversiones en acciones respecto al año anterior (del 15% al 17%) y

<sup>7</sup> Hasta la entrada en vigor de la nueva ley de IIC, SIMCAV era el término utilizado para llamar a las que ahora se denominan SICAV.

Cuadro 7.5

**Distribución del patrimonio de las SICAV***Importes en miles de euros*

	2003	2004	% var.
<b>Nº accionistas</b>	<b>336.865</b>	<b>359.151</b>	<b>6,62</b>
<b>Patrimonio</b>	<b>20.163.057</b>	<b>23.176.470</b>	<b>14,95</b>
<b>Cartera interior</b>	<b>10.489.785</b>	<b>12.243.419</b>	<b>16,72</b>
Acciones	3.159.667	4.055.235	28,34
Participaciones en fondos de inversión	533.006	735.735	38,04
Activos monetarios públicos	63.232	89.241	41,13
Otra renta fija pública	857.414	709.828	-17,21
Activos monetarios privados	143.893	140.080	-2,65
Otra renta fija privada	245.119	328.776	34,13
Warrants y opciones nacionales	2.891	6.873	137,74
Adquisición temporal de activos	5.483.929	6.177.592	12,65
Cartera no cotizada	634	59	-90,96
<b>Cartera exterior</b>	<b>8.830.739</b>	<b>10.218.647</b>	<b>15,72</b>
Euros	5.989.052	7.268.327	21,36
Resto	2.841.687	2.950.320	3,82
<b>Liquidez</b>	<b>683.320</b>	<b>579.288</b>	<b>-15,22</b>
<b>Saldo neto<sup>(1)</sup></b>	<b>159.213</b>	<b>135.116</b>	<b>-15,14</b>

(1) Diferencia entre el resto de cuentas deudoras y acreedoras.

de las participaciones en fondos de inversión (del 2,6% al 3,2%), aunque la inversión de mayor volumen sigue siendo la adquisición temporal de activos que, no obstante, disminuyó ligeramente en el total (del 27,2% al 26,6%). Dentro de la cartera exterior creció la inversión en euros con respecto al total (29,7% del total patrimonio en 2003 al 31,4% en 2004) en detrimento de la inversión en el resto de divisas (del 14,1% al 12,7%).

### 7.3. Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC)

Del total de IIC registradas a finales de 2004, las SGIIC gestionan la mayoría de ellas. Las entidades que no están administradas por SGIIC, se gestionan por Sociedades Gestoras de Cartera (35 SICAV), por otras entidades financieras (71 SICAV y 2 SIM) o se autogestionan (7 SICAV y 20 SIM).

El año 2004 finalizó con un total de 116 SGIIC registradas en la CNMV, tres menos que a finales de 2003 (véase cuadro 7.2). Este número es el resultado de cinco nuevas altas y ocho bajas.

Las SGIIC que se dieron de baja definitivamente fueron tres; del resto, tres fueron absorbidas por sus grupos de control (BBVA Gestinova, B.Z. Gestión y Gesindex), Cajasur Gestión traspasó la gestión de IIC al grupo Ahorro Corporación e Interfondos se transformó en agencia de valores. Entre las que se dieron de alta se encuentran tres gestoras independientes<sup>8</sup> (véanse anexos A.II.3 y A.II.4).

#### 7.3.1. Patrimonio e instituciones gestionadas

A pesar de la ligera disminución del número de SGIIC, tanto el número de IIC administradas por ellas como el patrimonio gestionado aumentaron (véanse cuadros 7.6 y 7.7). En concreto, el patrimonio gestionado aumentó un 13%. Dicho aumento estuvo protagonizado principalmente por los FIM y las SICAV, y se vio contrarrestado en parte por la disminución del patrimonio gestionado correspondiente a los FIAMM y a las SIM. Como en 2003, los fondos de inversión mobiliaria (FIM Y FIAMM) siguen siendo el 90% del patrimonio administrado, las sociedades de inversión mobiliaria (SIM y SICAV) representan el 9% y los fondos y sociedades de inversión inmobiliaria el resto.

<sup>8</sup> Gestoras no controladas por un grupo financiero o industrial.

Cuadro 7.6

**Número de carteras gestionadas por las SGIIC: detalle por tipo de IIC**

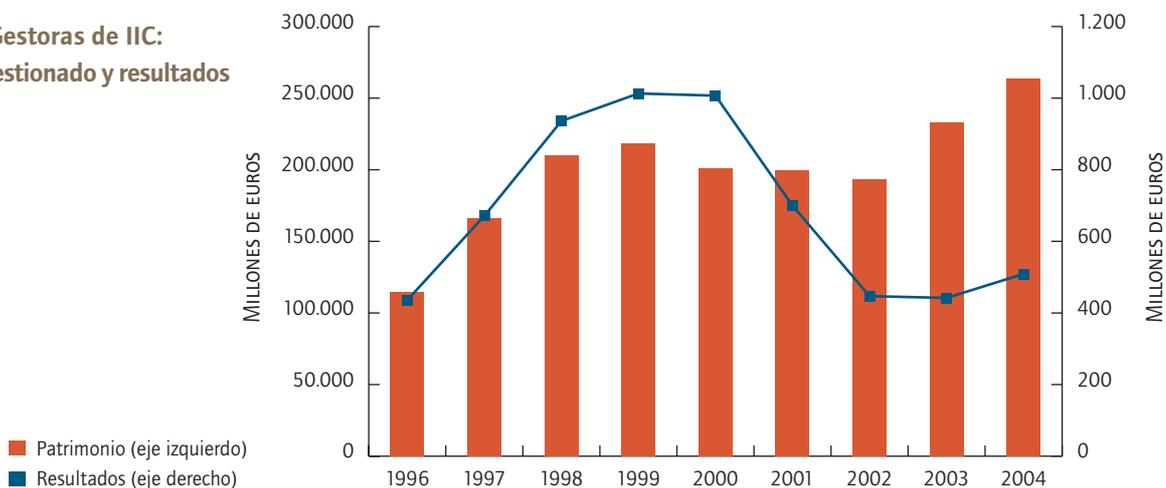
	31/12/2003	31/12/2004	% var.
<b>Total</b>	<b>5.323</b>	<b>5.592</b>	<b>5,05</b>
FIAMM	168	165	-1,79
FIM	2.386	2.456	2,93
SIM	85	62	-27,06
SICAV	2.678	2.900	8,29
Fondos de inversión inmobiliaria	5	7	40,00
Sociedades de inversión inmobiliaria	1	2	100,00

Cuadro 7.7

**Patrimonio gestionado por las SGIIC: detalle por tipo de IIC***Importes en miles de euros*

	31/12/2003	31/12/2004	% var.
<b>Total</b>	<b>232.915.327</b>	<b>263.369.310</b>	<b>13,08</b>
FIAMM	58.054.417	57.988.791	-0,11
FIM	152.572.747	178.099.563	16,73
SIM	1.457.762	1.314.316	-9,84
SICAV	17.980.283	21.609.354	20,18
Fondos de inversión inmobiliaria	2.840.700	4.300.846	51,40
Sociedades de inversión inmobiliaria	9.418	56.440	499,28

Gráfico 7.3

**Sociedades Gestoras de IIC:  
patrimonio gestionado y resultados****7.3.2. Resultados**

El incremento de patrimonio gestionado supuso un aumento de las comisiones netas percibidas del 16,23% con respecto a 2003 (véase cuadro 7.8).

El resultado antes de impuestos experimentó una subida del 14,98%. Como se observa en el gráfico 7.3, desde el año 2002

los resultados han sufrido una caída importante en relación con el patrimonio gestionado. No obstante, puesto en relación con los fondos propios de las SGIIC, el aumento de resultados de 2004 hizo que el ROE del sector después de impuestos siguiera aumentando durante 2004 y alcanzara el 57% frente al 33% del año anterior. El número de entidades en pérdidas continuó en descenso, pasando de 21 a 17 en 2004.

Cuadro 7.8

**Cuenta de pérdidas y ganancias de las SGIC***Importes en miles de euros*

	2003	2004	% var.
Margen financiero (MF)	34.887	27.138	-22,21
Beneficios netos en valores (BV)	-335	2.816	n.s.
<b>Comisiones netas percibidas</b>	<b>660.591</b>	<b>767.831</b>	<b>16,23</b>
Comisiones percibidas, de las que	2.360.451	2.733.081	15,79
Gestión de IIC	2.306.585	2.672.345	15,86
Suscripción y reembolso	47.945	54.332	13,32
Otras	5.921	6.404	8,16
Comisiones satisfechas	1.699.860	1.965.250	15,61
<b>Margen ordinario</b>	<b>695.143</b>	<b>797.785</b>	<b>14,77</b>
Gastos de explotación	228.654	265.378	16,06
Gastos de personal	122.884	127.232	3,54
Gastos generales	105.770	138.146	30,61
<b>Margen de explotación</b>	<b>466.489</b>	<b>532.407</b>	<b>14,13</b>
Amortizaciones y otras dotaciones	17.171	16.776	-2,30
Otras ganancias y pérdidas	-3.952	-3.542	-10,37
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>445.366</b>	<b>512.089</b>	<b>14,98</b>
Impuestos	155.771	178.336	14,49
<b>Resultados después de impuestos</b>	<b>289.595</b>	<b>333.753</b>	<b>15,25</b>

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

## 7.4. Depositarios de IIC

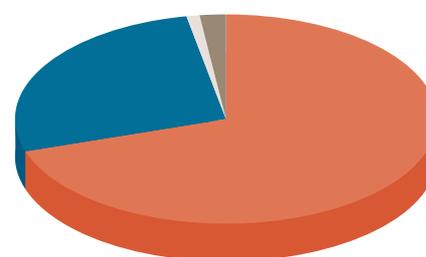
Los depositarios son las entidades a las que se encomienda el depósito o custodia de los valores, efectivo y, en general, de los activos objeto de las inversiones de las IIC, así como la vigilancia de la actuación de las sociedades gestoras y, en su caso, de otros administradores de IIC<sup>9</sup>. Así pues, los depositarios no sólo tienen una función de guarda o custodia, sino también una función de control que resulta esencial para la protección de los inversores. Pueden ser depositarios de IIC los bancos, las cajas de ahorro, las cooperativas de crédito y las sociedades y agencias de valores<sup>10</sup>.

Al finalizar 2004, el sector de IIC contaba con 138 depositarios, cuatro menos que el año anterior, tras producirse dos altas y seis bajas durante el ejercicio. Así pues, se mantuvo la tónica descendente de los últimos años en el número de entidades, principalmente motivada por fusiones y adquisiciones en el sector bancario que entrañaron la absorción de la entidad depositaria.

La cuota de mercado de los distintos tipos de entidades depositarias de IIC evidencia un notable liderazgo de los bancos en la prestación de este servicio. Así, a 31 de diciembre de 2004, los bancos atendían al 58% de los fondos y al 86% de las socie-

dades de inversión y concentraban el 70% del patrimonio en custodia. Por su parte, las cajas de ahorro prestaban servicio al 35% de los fondos y al 10% de las sociedades y custodiaban el 27% del patrimonio total. Los reducidos porcentajes restantes corresponden a ESI y cooperativas de crédito (véase gráfico 7.4).

Gráfico 7.4

**Depositarios de IIC: distribución del patrimonio en custodia (%)**

- Bancos 70%
- Cajas de ahorro 27%
- Cooperativas de crédito 1%
- ESI 2%

<sup>9</sup> Artículo 57 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.

<sup>10</sup> La inscripción de esta actividad corresponde a la CNMV.

Cuadro 7.9

**IIC extranjeras comercializadas en España**

	31/12/2003	31/12/2004	% var.
<b>Volumen de inversión (miles de euros)</b>	<b>9.158.738</b>	<b>17.785.559</b>	<b>94,2</b>
Fondos	1.709.815	3.498.117	104,6
Sociedades	7.448.923	14.287.442	91,8
<b>Nº de inversores</b>	<b>225.214</b>	<b>321.805</b>	<b>42,9</b>
Fondos	30.577	51.364	68,0
Sociedades	194.637	270.441	38,9
<b>Nº de instituciones<sup>(1)</sup></b>	<b>233</b>	<b>238</b>	<b>2,1</b>
Fondos	97	93	-4,1
Sociedades	136	145	6,6
<b>Estado de origen</b>			
Luxemburgo	165	164	-0,6
Irlanda	32	34	6,3
Francia	21	25	19,0
Alemania	10	11	10,0
Reino Unido	4	3	-25,0
Holanda	1	1	0,0

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

## 7.5. Comercialización en España de IIC extranjeras

El volumen total de fondos gestionados por las IIC extranjeras comercializadas en España aumentó un 94,2% hasta alcanzar los 17.785 millones de euros en 2004 (véase cuadro 7.9). Esta cifra equivale al 7,5% del patrimonio total de las IIC nacionales, frente al 3,9% correspondiente a 2003. Este comportamiento refleja, por un lado, las elevadas inversiones que los fondos de carácter nacional y otros inversores institucionales han efectuado en estas IIC extranjeras a lo largo del año y, por otro, las revalorizaciones asociadas a la cartera de renta variable. El crecimiento del patrimonio gestionado fue elevado, tanto en los fondos (104,6%, hasta 3.498 millones de euros) como en las sociedades (91,8%, hasta 14.287 millones de euros).

Al finalizar 2004, el número de IIC extranjeras operando en España ascendía a 238, concentrándose el aumento exclusivamente en las sociedades. El número de partícipes llegó a situarse en 321.805, un 84% de los cuales pertenecía a las sociedades y el resto a los fondos. En relación con el origen de las IIC extranjeras comercializadas, el mayor aumento de entidades se produjo en aquellas domiciliadas en Francia (4) e Irlanda (2), si bien el grueso de las instituciones que opera en España está domiciliado en Luxemburgo.

## [8] Empresas de servicios de inversión (ESI)

La evolución en 2004 de las llamadas «empresas de servicios de inversión» (ESI) –categoría que agrupa a las sociedades de valores (SV), las agencias de valores (AV) y sociedades gestoras de cartera (SGC)– puede sintetizarse así:

- Los resultados de las sociedades y agencias aumentaron fuertemente, en especial en las sociedades miembro de bolsa y en las agencias no miembro. Este incremento estuvo impulsado por la recuperación de los ingresos derivados de la actividad por cuenta ajena, después de la caída registrada en los últimos años, así como por la contención de los gastos de explotación y por el descenso de las dotaciones a amortizaciones.
- Por el contrario, en las sociedades gestoras de cartera, los beneficios cayeron significativamente. El moderado aumento de las comisiones percibidas fue contrarrestado por la reducción del margen financiero, el aumento de los gastos y la peor evolución de los resultados extraordinarios.
- La integración del negocio de prestación de servicios de inversión en las matrices bancarias fue uno de los aspectos más destacables del sector, junto al aumento del número de representantes y la creciente presencia de empresas de servicios de inversión extranjeras en España en régimen de libre prestación.

En este capítulo se exponen los rasgos generales del sector de ESI. Las cuestiones relativas a su supervisión se expondrán más adelante, en el capítulo 12, epígrafe 12.2.1.

### 8.1. Sociedades y agencias de valores

El número total de sociedades y agencias de valores volvió a aumentar en 2004, después del descenso experimentado en 2003. El incremento se produjo por la creciente presencia de las empresas de servicios de inversión (ESI) extranjeras. El número de ESI nacionales se mantuvo prácticamente en los mismos niveles existentes al cierre de 2003 (véase cuadro 8.1). No obstante, las ESI nacionales aumentaron significativamente el número de representantes, que pasó de 6.432 a finales de 2003 a 6.793 a finales de 2004. Este aumento del número de representantes responde al deseo de algunas ESI no integradas en grupos bancarios de utilizar este vehículo para potenciar su red comercial.

La entrada de capital extranjero en el sector se produjo fundamentalmente a través de comunicaciones para prestar servicios de inversión en España en régimen de libre prestación<sup>1</sup>. La modalidad de establecimiento de sucursal por ESI extran-

Cuadro 8.1.  
Altas y bajas en el registro de entidades

Tipo de entidad	Entidades			Entidades a 31/12/04
	a 31/12/03	Altas	Bajas	
ESI nacionales	105	6	8	103
Sociedades de valores	46	2	0	48
Agencias de valores	59	4	8	55
ESI extranjeras	762	101	40	823
ESI con sucursal	19	3	3	19
ESI en libre prestación de servicios	743	98	37	804

<sup>1</sup> Para más detalle sobre ESI extranjeras con pasaporte comunitario, puede consultarse el apartado 8.3.

Cuadro 8.2

**Registro de entidades y grupos de control de ESI. 2004**

Sociedades y agencias de valores españolas	Grupo de control
<b>Altas</b>	
Botavara Blanca, Agencia de Valores, S.A.	Independiente <sup>(1)</sup>
Gestiohna Diseño Patrimonial, Agencia de Valores, S.A.	Hermandad Nacional de Arquitectos
Nervi3n, Agencia de Valores, S.A.	Independiente <sup>(1)</sup>
Skandia Multigesti3n, Agencia de Valores, S.A.	Skandia
<b>Bajas</b>	
Gescartera Dinero, Agencia de Valores, S.A.	Independiente <sup>(1)</sup>
Afina Valores, Agencia de Valores, S.A.	Commerzbank
Multigestores, S.A. Agencia de Valores y Bolsa	Commerzbank
Prudential Bache Securities, Agencia de Valores, S.A.	Prudential Bache
Winterthur Inversiones, Agencia de Valores, S.A.	Winterthur
SENAF, Agencia de Valores, S.A.	Grupo Bolsas y Mercados

ESI de la UE	Grupo de control
<b>Altas</b>	
Invesco Gest3n, S.A., sucursal en Espa1a	Invesco
NIBC Petercam Derivatives, N.V., sucursal en Espa1a	NIBC Petercam
Robeco Institucional Asset Management B.V., sucursal en Espa1a	Robeco
<b>Bajas</b>	
KBC Financial Products Brussels, S.A., sucursal en Espa1a	Grupo Kredietbank
Self Trade, sucursal en Espa1a	Boursorama
Invesco Asset Management, Ltd., sucursal en Espa1a	Invesco

(1) Entidades no controladas por grupos financieros o industriales.

Cuadro 8.3

**Cambios de control en ESI. 2004**

Entidad o grupo	Tipo	Adquirente
Estubroker	AV	Gaesco
All Trading Brokers Europe	AV	Independiente <sup>(1)</sup>
A.T. Equities Spain	AV	Independiente <sup>(1)</sup>
HSBC Intermediarios	AV	Inversis

(1) Personas f3sicas.

geras se mantuvo estable un a1o m1s y no se produjeron tomas de control de sociedades y agencias de valores nacionales por parte de entidades financieras extranjeras.

Los cuadros 8.2 y 8.3 muestran las altas, bajas y cambio de control en ESI que se produjeron a lo largo del ejercicio.

Las sociedades y agencias de valores desarrollaron su actividad en un contexto favorable para su negocio, caracterizado por el aumento de la contrataci3n burs1til y de la actividad

emisora. Sin embargo, la competencia de las entidades de cr3dito les rest3 cuota de mercado e impidi3 que esta mejora se reflejase en su totalidad en las cuentas de resultados del sector. Como datos ilustrativos de esta situaci3n cabe destacar el descenso de la participaci3n porcentual de las entidades de valores en el volumen contratado de renta variable nacional, hasta el 77% desde el 86% de 2003, y la fuerte ca3da (-55%) de los ingresos por colocaci3n y aseguramiento de emisiones en un a1o de recuperaci3n de las salidas a bolsa y de fuerte aumento de las emisiones de renta fija privada.

Cuadro 8.4

**Cuenta de pérdidas y ganancias de las sociedades de valores***Importes en miles de euros*

	Miembros		No miembros	
	2004	% var.	2004	% var.
Margen financiero (MF)	74.495	68,7	3.940	10,7
Beneficios netos en valores (BV)	-44.773	n.s.	458	-78,9
<b>Comisiones netas percibidas</b>	<b>477.737</b>	<b>6,3</b>	<b>61.417</b>	<b>32,5</b>
Comisiones percibidas	618.833	2,6	81.228	28,8
Transmisión y ejecución de órdenes	425.179	15,5	23.888	67,0
Suscripción y reembolso de IIC	62.937	5,8	41.972	7,3
Colocación y aseg. de emisiones	39.904	-55,3	0	-
Gestión de carteras	11.139	64,0	3.002	226,7
Otras	79.674	0,7	12.366	41,9
Comisiones satisfechas	141.096	-8,1	19.811	18,6
<b>Margen ordinario</b>	<b>507.459</b>	<b>-1,5</b>	<b>65.815</b>	<b>26,4</b>
Gastos de explotación	331.312	-0,6	34.849	45,9
Gastos de personal	205.409	0,0	23.981	65,0
Gastos generales	125.903	-1,5	10.868	16,2
<b>Margen de explotación</b>	<b>176.147</b>	<b>-3,4</b>	<b>30.966</b>	<b>9,8</b>
Amortizaciones y otras dotaciones	32.737	-14,5	1.444	50,3
Otras ganancias y pérdidas	136.340	163,4	-1.288	n.s.
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>279.750</b>	<b>42,9</b>	<b>28.234</b>	<b>2,0</b>
Impuestos	82.092	21,5	9.989	5,4
<b>Resultados después de impuestos</b>	<b>197.658</b>	<b>54,2</b>	<b>18.245</b>	<b>0,2</b>

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

**8.1.1. Análisis de la cuenta de resultados**

Los resultados antes de impuestos de las sociedades y agencias de valores crecieron significativamente en 2004, en términos agregados, un 37% anual, hasta los 341,8 millones de euros. Como puede apreciarse en los cuadros 8.4 y 8.5, la evolución de los resultados fue desigual por tipo de entidad, dada la diferente estructura de negocio que presentan.

La heterogeneidad de cada grupo se manifiesta en el diferente grado de concentración de los ingresos por comisiones percibidas. Las sociedades y agencias miembro de bolsa presentan una elevada dependencia de la actividad de tramitación y ejecución de órdenes en los mercados de renta variable nacional. Las sociedades no miembro de bolsa obtienen una parte significativa de sus ingresos ordinarios de la suscripción y reembolso de IIC, mientras que las agencias no miembro tienen una estructura de ingresos más diversificada. Además, dentro de

cada grupo, coexiste un grupo reducido de entidades de gran tamaño junto con un universo de pequeñas entidades. A continuación se exponen las características de la evolución de los resultados en cada tipo de entidad.

En las sociedades miembro de bolsa, las ganancias aumentaron un 42,9% anual, gracias al fuerte aumento de «otras ganancias y pérdidas»<sup>2</sup>, el descenso de las dotaciones a amortizaciones y la contención de los gastos de explotación. El crecimiento de las comisiones netas percibidas fue moderado y, además, se registraron pérdidas destacables en la actividad por cuenta propia con derivados. Ello hizo que el margen ordinario fuese inferior al de 2003.

En sentido distinto evolucionaron los resultados de las sociedades no miembro de bolsa. Las comisiones netas percibidas aumentaron considerablemente, pero lo hicieron en mayor pro-

<sup>2</sup> El aumento de «otras ganancias y pérdidas» se explica en buena parte por los resultados de dos entidades: Merrill Lynch Capital Markets España, S.A., SVB, por «ganancias por valoración de la moneda extranjera», y Espirito Santo Investment, S.A., SVB por «beneficios por ventas, recuperación y aplicación de provisiones de cartera permanente».

Cuadro 8.5

**Cuenta de pérdidas y ganancias de las agencias de valores***Importes en miles de euros*

	Miembros		No miembros	
	2004	% var.	2004	% var.
Margen financiero (MF)	2.992	43,7	4.685	1,5
Beneficios netos en valores (BV)	114	-91,5	508	179,1
<b>Comisiones netas percibidas</b>	<b>28.783</b>	<b>2,9</b>	<b>128.579</b>	<b>19,4</b>
Comisiones percibidas	34.604	2,2	156.487	19,7
Transmisión y ejecución de órdenes	28.318	10,4	59.850	0,6
Suscripción y reembolso de IIC	1.152	-1,3	25.300	51,7
Colocación y aseg. de emisiones	181	105,7	1.174	-53,2
Gestión de carteras	564	-15,7	13.183	18,9
Otras	4.389	-30,1	56.980	39,2
Comisiones satisfechas	5.821	-1,2	27.908	21,1
<b>Margen ordinario</b>	<b>31.889</b>	<b>1,6</b>	<b>133.772</b>	<b>18,9</b>
Gastos de explotación	25.645	1,3	96.592	-5,4
Gastos de personal	14.192	-3,2	59.762	-3,2
Gastos generales	11.453	7,5	36.830	-8,8
<b>Margen de explotación</b>	<b>6.244</b>	<b>2,7</b>	<b>37.180</b>	<b>258,7</b>
Amortizaciones y otras dotaciones	1.519	58,4	7.565	42,3
Otras ganancias y pérdidas	411	-51,7	-933	n.s.
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>5.136</b>	<b>-14,0</b>	<b>28.682</b>	<b>41,7</b>
Impuestos	2.215	8,1	10.840	31,4
<b>Resultados después de impuestos</b>	<b>2.921</b>	<b>-25,5</b>	<b>17.842</b>	<b>48,8</b>

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

Gráfico 8.1

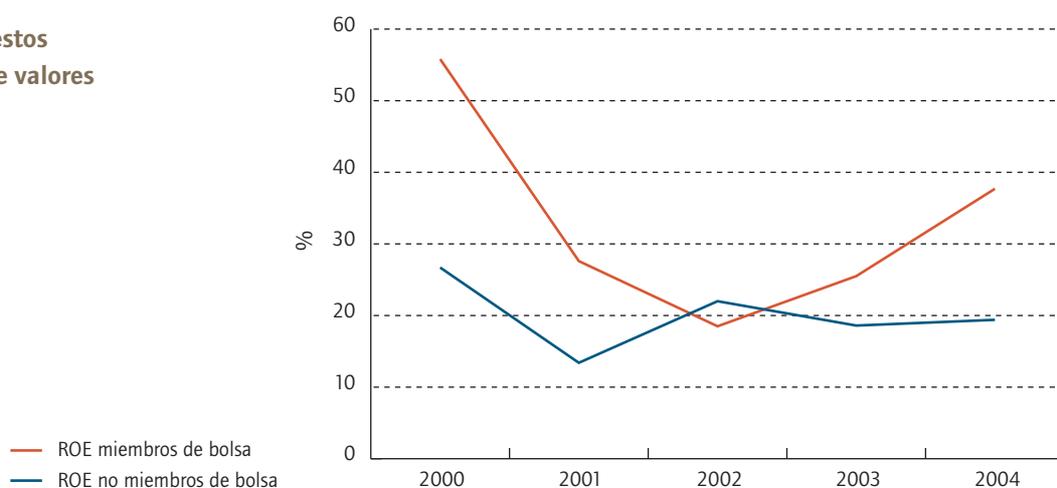
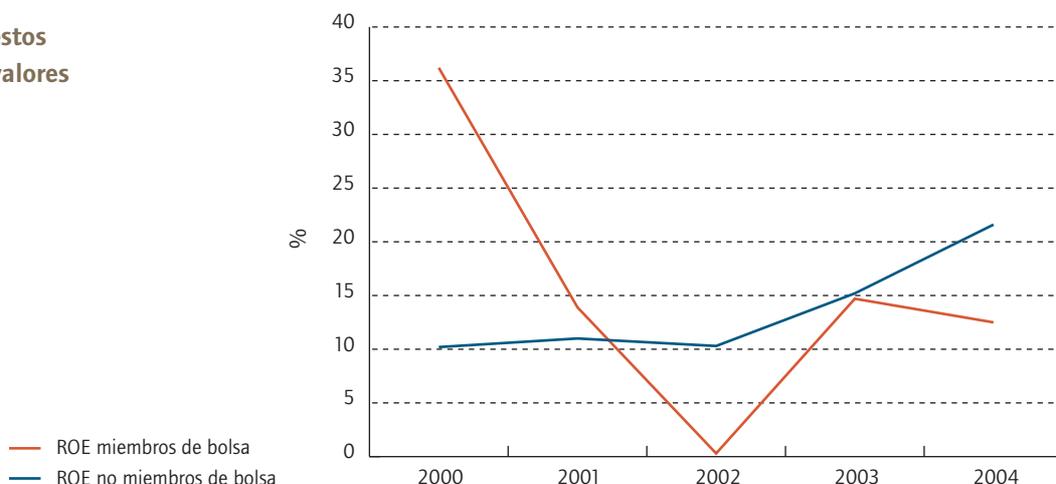
**ROE antes de impuestos de las sociedades de valores**

Gráfico 8.2

**ROE antes de impuestos de las agencias de valores**

porción los gastos de explotación y las dotaciones a amortizaciones. Por ello, el crecimiento de los resultados antes de impuestos fue reducido un 2% anual.

Las agencias de valores miembro de bolsa obtuvieron unos resultados inferiores a los del año anterior. Aunque consiguieron una cierta recuperación del margen ordinario, éste fue contrarrestado por el aumento de los gastos de explotación y, sobre todo, por el incremento de las dotaciones a amortizaciones. Por el contrario, las agencias no miembro obtuvieron unos resultados muy superiores a los del ejercicio anterior, gracias a una favorable evolución de los ingresos ordinarios y un descenso de los gastos de explotación.

Las rentabilidades sobre fondos propios (ROE) evolucionaron en 2004 en consonancia con los resultados. Estos datos se muestran en los gráficos 8.1 y 8.2. Como puede apreciarse, el ROE medio antes de impuestos más elevado se mantuvo en las sociedades miembro de bolsa, con un 38%. Las sociedades y agencias no miembro elevaron su ROE medio hasta situarse en torno al 20%. Por el contrario, el ROE medio de las agencias miembro se redujo ligeramente, hasta el 13%. El número de entidades en pérdidas del sector no experimentó cambios relevantes y la mayor parte de ellas continuaron siendo agencias de valores no miembro de bolsa<sup>3</sup>.

**8.1.2. Detalle de los ingresos por comisiones**

Como muestra el cuadro 8.6, los ingresos derivados de la actividad ordinaria de las sociedades y agencias de valores se incrementaron un 7,3% en 2004, recuperándose del descenso regis-

trado en 2003. Las comisiones brutas percibidas aumentaron en todos los servicios, en especial en la gestión de Carteras. La excepción estuvo en las comisiones por colocación y aseguramiento de emisiones, que descendieron un 55,1% debido al significativo descenso del volumen asegurado de emisiones de renta fija por parte de las sociedades miembro de bolsa, pese a que en el conjunto del año se produjo un aumento importante de las emisiones de renta fija privada.

Los ingresos brutos por tramitación y ejecución de órdenes se incrementaron un 14,9% en 2004, recuperándose de la caída del 12% registrada en 2003, gracias al aumento de las comisiones de intermediación en los mercados de renta variable, que crecieron hasta los 408 millones de euros desde los 331 millones de euros de 2003. Por el contrario, las comisiones por tramitación y ejecución de órdenes en los mercados de renta fija y de derivados fueron inferiores a las de 2003<sup>4</sup>.

El grueso de los ingresos por tramitación y ejecución de órdenes en los mercados de renta variable procedió de la intermediación en las bolsas nacionales por las sociedades miembro de bolsa. El aumento de estas comisiones fue del 20% gracias a un incremento absoluto del volumen intermediado del 17% y al ligerísimo repunte del corretaje efectivo medio, que fue del 0,41 por mil en 2004 frente al 0,40 por mil del año anterior (véase gráfico 8.3). No obstante, en términos relativos, la participación de las sociedades miembro de bolsa en el volumen de contratación de las bolsas nacionales continuó descendiendo en 2004, fundamentalmente por la ganancia de cuota de las entidades de crédito. En efecto, la

<sup>3</sup> El número de entidades que registraron pérdidas en 2004 fue: cinco sociedades (cuatro miembros y una no miembro) y 22 agencias (cinco miembros y 17 no miembros).

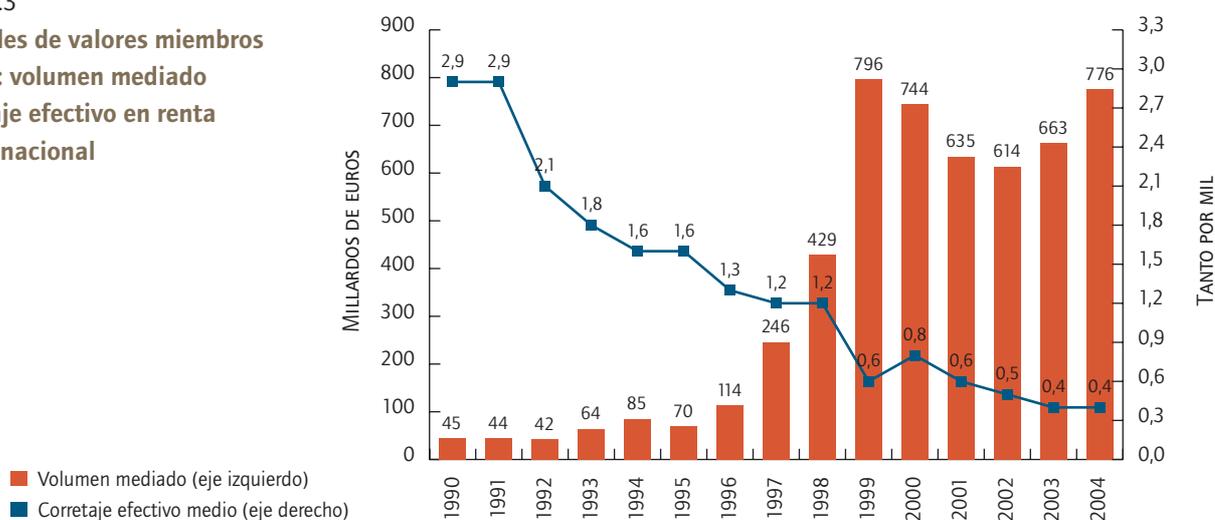
<sup>4</sup> Las comisiones brutas percibidas por tramitación y ejecución de órdenes fueron 86,8 millones de euros en los mercados de derivados (un 2% inferior a las de 2003) y 42,6 millones de euros en los mercados monetarios y de renta fija (un 11% inferior a las de 2003).

Cuadro 8.6

**Comisiones brutas percibidas por las sociedades y agencias de valores***Importes en miles de euros*

	2001	2002	2003	2004	Var. (%) 04/03
<b>Distribución por servicios</b>					
Tramitación y ejecución de órdenes	640.392	533.901	467.762	537.235	14,9
Suscripción y reembolso en IIC	138.339	121.224	116.477	131.361	12,8
Colocación y aseg. de emisiones	54.982	49.287	91.890	41.259	-55,1
Gestión de carteras	19.544	17.530	19.465	27.888	43,3
Otras	139.315	129.525	135.027	153.409	13,6
<b>Total</b>	<b>992.572</b>	<b>851.467</b>	<b>830.621</b>	<b>891.152</b>	<b>7,3</b>
<b>Distribución por tipo de entidad (%)</b>					
Sociedades de valores miembro	74,2	70,9	72,6	69,4	-4,3
Sociedades de valores no miembro	6,3	7,5	7,6	9,1	20,1
Agencias de valores miembro	6,9	6,5	4,1	3,9	-4,8
Agencias de valores no miembro	12,6	15,1	15,7	17,6	11,6
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>-</b>

Gráfico 8.3

**Sociedades de valores miembros de bolsa: volumen mediado y corretaje efectivo en renta variable nacional**

participación de las sociedades miembro de bolsa en el volumen de contratación de las bolsas nacionales descendió hasta el 69,3% en 2004, desde el 80,3% de 2003. En las entidades de crédito, por el contrario, la participación aumentó hasta el 22,6% en 2004 desde el 13,6% de 2003.

**8.2. Sociedades gestoras de cartera**

Durante 2004 se siguió observando una tendencia a la baja del número de sociedades gestoras de cartera (SGC), aunque disminuyó menos que en 2003. Esta disminución responde, en

general, a la presión competitiva de los bancos y las sociedades y agencias de valores sobre el sector, pues estas entidades también pueden prestar servicios de gestión de cartera a particulares. Algunas de las bajas producidas durante los últimos años se deben al cierre de filiales de entidades de crédito, que han concentrado todo el negocio de gestión de carteras y grandes patrimonios en el segmento de banca privada.

Al cierre del ejercicio había un total de 21 entidades registradas en la CNMV, tres menos que a finales del año anterior. En 2004 se inscribieron dos entidades nuevas y se registraron cinco bajas (véase cuadro 8.7).

Cuadro 8.7

### Registro de entidades y grupos de control de SGC. 2004

Sociedades gestoras de cartera	Grupo de control
<b>Altas</b>	
MG Wealth Manager, S.G.C., S.A.	Independiente
Los Andes Capital, S.G.C., S.A.	Independiente
<b>Bajas</b>	
BBVA Gestión de Capitales, S.G.C., S.A.	BBVA
Financial Markets Advisors, S.G.C., S.A.	Independiente
Gesconsult Carteras, S.G.C., S.A.	Independiente
Serfiex Gestión, S.G.C., S.A.	Independiente
Gesmusini Carteras, S.G.C., S.A.	Mapfre

Por otra parte, aunque el número total de contratos de gestión de carteras disminuyó un 15,43%, el patrimonio total gestionado aumentó un 6,92%, y alcanzó los 2.647 millones de euros (véase cuadro 8.8). A pesar del aumento del patrimonio gestionado, los resultados de las SGC en relación con dicho patrimonio han disminuido durante los dos últimos años (véase gráfico 8.4).

En cuanto a la cuenta de resultados del sector, los ingresos por comisiones han crecido con respecto a 2003 (véase cuadro 8.9). Sin embargo los resultados antes de impuestos han sido un 28,78% inferiores a los del año anterior debido a la caída del margen financiero en un 71,25%. Esta caída se debe, principalmente, a que una de las gestoras que en 2003 suponía casi la

Cuadro 8.8

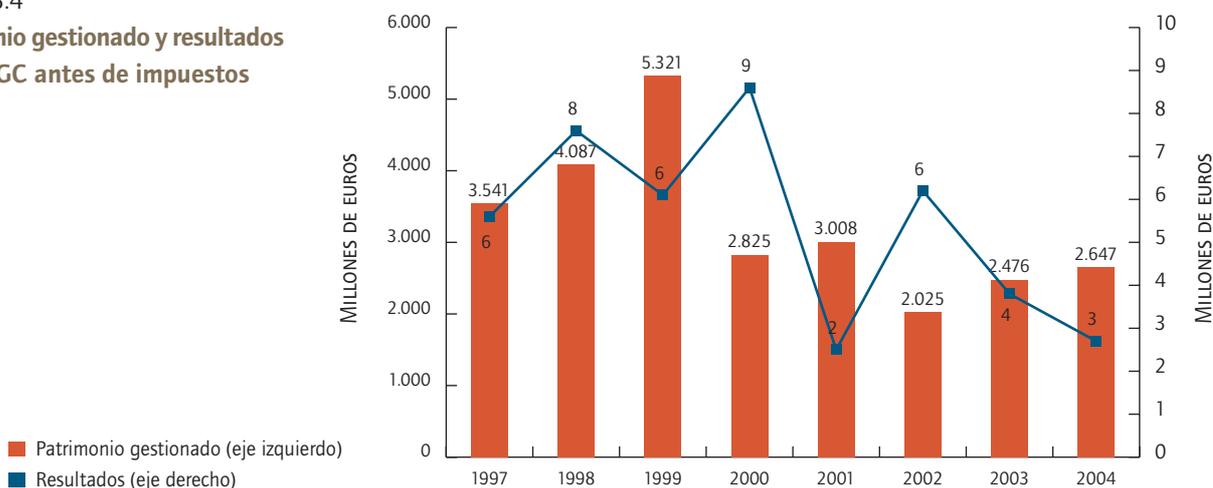
### Patrimonio gestionado por las SGC

Importes en miles de euros

	31/12/2003	31/12/2004	% var.
<b>Total</b>			
Número de carteras	4.557	3.854	-15,43
Patrimonio	2.475.980	2.647.314	6,92
<b>Distribución por tipo de carteras</b>			
<b>SIMCAV</b>			
Número	46	35	-23,91
Patrimonio	229.617	215.044	-6,35
<b>Otras carteras gestionadas</b>			
Número	4.511	3.819	-15,34
Patrimonio	2.246.363	2.432.270	8,28

Gráfico 8.4

### Patrimonio gestionado y resultados de las SGC antes de impuestos



Cuadro 8.9

**Cuenta de pérdidas y ganancias de las SGC***Importes en miles de euros*

	2003	2004	% var.
Margen financiero (MF)	1.913	550	-71,25
Beneficios netos en valores (BV)	-181	89	n.s.
<b>Comisiones netas percibidas</b>	<b>13.941</b>	<b>15.155</b>	<b>8,71</b>
Comisiones percibidas, de las que	13.941	15.868	13,82
Gestión de carteras	7.820	10.450	33,63
Asesoramiento	3.299	3.265	-1,03
Otras	2.822	2.153	-23,71
Comisiones satisfechas <sup>(1)</sup>	0	713	-
<b>Margen ordinario</b>	<b>15.673</b>	<b>15.794</b>	<b>0,77</b>
Gastos de explotación	11.183	11.266	0,74
Gastos de personal	6.500	6.679	2,75
Gastos generales	4.683	4.587	-2,05
<b>Margen de explotación</b>	<b>4.490</b>	<b>4.528</b>	<b>0,85</b>
Amortizaciones y otras dotaciones	519	985	89,79
Otras ganancias y pérdidas	-135	-811	500,74
<b>Resultados antes de impuestos</b>	<b>3.836</b>	<b>2.732</b>	<b>-28,78</b>
Impuestos	1.562	1.002	-35,85
<b>Resultados después de impuestos</b>	<b>2.274</b>	<b>1.730</b>	<b>-23,92</b>

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

(1) En el año 2003, las «Comisiones satisfechas» están incluidas en «Gastos de explotación».

mitad del margen financiero del sector, BBVA Gestión de Capitales, se dio de baja a principios de 2004. También ha influido en la reducción de los resultados antes de impuestos del sector la caída del margen financiero de la gestora SCH y el empeoramiento de sus resultados extraordinarios<sup>5</sup> con respecto a 2003.

En consonancia con el descenso de resultados, la rentabilidad sobre fondos propios (ROE) del sector de SGC bajó al 6,17%, en comparación con el 7,80% registrado en 2003.

### 8.3. Actividad transfronteriza

#### 8.3.1. Actuación transfronteriza de las ESI españolas

La internacionalización de la actividad financiera, y de manera especial el proceso de integración financiera en Europa, ofrece

a los intermediarios financieros españoles nuevas oportunidades de negocio en el extranjero. En el caso de las ESI nacionales, su presencia internacional sigue siendo reducida, aunque se observa un mayor interés del sector en ampliarla. Las entidades que deseen actuar en otros países deben solicitar autorización a la CNMV cuando se trata de estados no miembro de la Unión Europea o cuando, tratándose de estados miembro de ésta, desean operar en ellos mediante sucursales. Si la opción elegida es actuar sin presencia física en estados miembro de la Unión Europea, sólo se requiere una comunicación previa a la CNMV<sup>6</sup> y que la CNMV lo comunique al supervisor del país en el que se va a realizar la prestación de servicios de inversión.

Las sociedades y agencias de valores españolas canalizan su presencia en el extranjero fundamentalmente a través de la

<sup>5</sup> Los resultados extraordinarios de las ESI están formados por: (i) los resultados por valoración de moneda extranjera; (ii) los resultados por operaciones con acciones y obligaciones propias; (iii) los resultados por operaciones con la cartera permanente; (iv) los resultados en inmovilizado material; (v) los resultados imputables a ejercicios anteriores; (vi) los resultados por aplicación de la fianza colectiva al mercado y, (vii) otras pérdidas y ganancias.

<sup>6</sup> Artículos 43, 44 y 45 del Real Decreto 867/2001, de 20 de julio, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión.

libre prestación de servicios esto es, sin la apertura de sucursal en el estado extranjero, o de acogida, en cuestión. En 2004 esta modalidad de actuación transfronteriza fue utilizada por 31 entidades españolas, nueve más que el año anterior, para operar mayoritariamente en Alemania, Portugal, Reino Unido, Francia e Italia (véase anexo A.II.5). Por el contrario, el número de entidades que tenía sucursales en el extranjero era de sólo dos entidades, dos menos que en 2003.

### 8.3.2. Actuación de las ESI extranjeras

Recíprocamente, la prestación de servicios de inversión en España viene siendo utilizada de forma creciente por entidades extranjeras. La autorización de esta actividad debe ser dada por la CNMV cuando la entidad está radicada en un estado no miembro de la UE. La actuación de las ESI de otros estados miembro de la UE está condicionada únicamente a la mera comunicación a la CNMV, por parte de la correspondiente autoridad supervisora de la entidad, de las actividades que van a ser ejercidas por la entidad en España, tanto si éstas se realizan mediante la apertura de sucursal como en régimen de libre prestación de servicios<sup>7</sup>.

En 2004, la presencia de ESI extranjeras en nuestro país aumentó considerablemente, en particular, en la modalidad de régimen de libre prestación de servicios por parte de entidades autorizadas en el Reino Unido, estado en el que están radicadas una parte importante de las ESI extranjeras que actúan en España (véase anexo A.II.6). Respecto a los países de origen, en 2004 se amplió la lista de estados de origen a dos de los nuevos países adheridos a la UE, Chipre y Eslovenia. La actuación mediante sucursal es la opción elegida por sólo 19 entidades al cierre de 2004, el mismo número que hace un año tras las tres altas y bajas registradas.

---

<sup>7</sup> Artículos 41 y 42 del Real Decreto 867/2001, de 20 de julio, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión.

# [9] Prestación de servicios de inversión por las entidades de crédito

## 9.1. Autorización y registro

Las entidades de crédito, aunque no sean empresas de servicios de inversión, también pueden prestar la totalidad de las actividades que se contemplan en el artículo 63 de la Ley del Mercado de Valores (servicios de inversión y actividades complementarias), siempre que así esté previsto por su régimen jurídico y estatutos, y cuenten con una autorización específica por parte de la autoridad reguladora<sup>1</sup>.

De acuerdo con la información suministrada por el Banco de España<sup>2</sup>, las 207 entidades de depósito (bancos, cajas de ahorro y cooperativas) registradas en dicho organismo al cierre del pasado ejercicio carecían de restricciones para prestar servicios de inversión, ni en sus estatutos ni en su régimen de autorización, por lo que figuraban también inscritas en el Registro Oficial de la CNMV correspondiente a las entidades de crédito nacionales que prestan servicios de inversión.

Las entidades de crédito extranjeras autorizadas a operar en España pueden, asimismo, prestar servicios de inversión, siempre que estas actividades estén previstas en su régimen de autorización<sup>3</sup>. Este último es más sencillo para las entidades autorizadas en otros estados miembro de la Unión Europea, dado que pueden usar el pasaporte comunitario previsto en la legislación bancaria europea. En cambio, las entidades de crédito autorizadas en estados no miembro de la Unión Europea deben solicitar una autorización expresa a las autoridades españolas para poder operar en España. En ambos casos, las entidades de crédito extranjeras pueden operar en España mediante establecimiento físico (sucursal) o sin él.

Al finalizar 2004, de las 62 entidades de crédito extranjeras con sucursal en España 48 tenían habilitación para prestar servicios de inversión. El grupo principal, 40 entidades, correspondía a instituciones autorizadas en otros países de la UE, entre los que destacaban Francia (11), Reino Unido (7), Por-

tugal (5) y Holanda (4). Dentro de las entidades no comunitarias (8), Estados Unidos aportaba el mayor número (3).

En cuanto a las entidades de crédito extranjeras sin establecimiento físico, un total de 237 poseían habilitación para prestar servicios de inversión, lo que supone el 66% de las entidades de este tipo registradas en el Banco de España. Todas las entidades, salvo cuatro, habían sido autorizadas en otros estados miembro de la UE, entre los que destacaban Francia (55), Reino Unido (52), Alemania (29), Holanda (25) e Irlanda (24).

## 9.2. Actividad en valores de las entidades de crédito

Las actividades relacionadas con los mercados de valores constituyen una importante fuente de ingresos para las entidades de crédito. Como se aprecia en el cuadro 9.1, las actividades de aseguramiento y colocación, compraventa, administración y custodia y gestión de patrimonios aportaron, conjuntamente, el 9,1% de las comisiones brutas percibidas por este sector en 2004. Mayor es aún el peso de las comisiones por comercialización de fondos de inversión, que supusieron el 16,8% del total en ese mismo año.

Como muestra el cuadro 9.2, en materia de comisiones generadas por la prestación de los principales servicios de inversión, la cuota de mercado de las entidades de crédito es superior a la de las sociedades y agencias de valores, excepto en la actividad de compraventa de valores. Obsérvese, por ejemplo, cómo la comercialización de fondos de inversión y la administración y custodia de valores es realizada en su mayoría por las entidades de crédito. En relación con esta última actividad, cabe destacar la importante diferencia existente en el valor de mercado de los valores depositados que, a 30 de junio de 2004, era de 1.407 millardos de euros en las entidades de crédito frente a los 36,9 millardos de euros de las sociedades y agencias de valores.

<sup>1</sup> Artículo 65.1 de la LMV.

<sup>2</sup> El Banco de España comunica a la CNMV qué entidades de crédito, nacionales o extranjeras, prestan servicios de inversión en territorio español, con la finalidad de que ésta pueda mantener actualizados sus registros administrativos.

<sup>3</sup> Las entidades de crédito extranjeras que vengán a prestar en territorio español servicios de inversión deben atenerse a lo establecido en el Real Decreto 1245/1995, de 14 de julio, sobre creación de bancos, actividad transfronteriza y otras cuestiones relativas al régimen jurídico de las entidades de crédito.

Cuadro 9.1

**Comisiones percibidas por las entidades de crédito en la prestación de servicios de valores y en la comercialización de productos financieros no bancarios**
*Importes en millones de euros*

	2001	2002	2003	2004	% s/total comisiones 2004
<b>Por servicios de valores</b>	<b>1.155</b>	<b>1.083</b>	<b>1.054</b>	<b>1.074</b>	<b>9,1</b>
Aseguramiento y colocación de valores	301	238	189	123	1,0
Compraventa de valores	293	229	273	305	2,6
Administración y custodia	499	562	542	588	5,0
Gestión de patrimonio	63	54	49	58	0,5
<b>Por comercialización de productos financieros no bancarios</b>	<b>1.946</b>	<b>2.080</b>	<b>2.310</b>	<b>2.813</b>	<b>23,9</b>
Fondos de inversión	1.477	1.544	1.658	1.977	16,8
Fondos de pensiones	165	183	202	231	2,0
Seguros	276	326	422	574	4,9
Otros	29	26	29	31	0,3
<b>Pro memoria:</b>					
<b>Total comisiones percibidas</b>	<b>9.154</b>	<b>9.831</b>	<b>10.517</b>	<b>11.762</b>	<b>100,0</b>

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Cuadro 9.2

**Comisiones percibidas por prestación de servicios de inversión en 2004: comparación entre ESI y entidades de crédito**
*Importes en millones de euros*

	Sociedades y agencias de valores	Sociedades gestoras de cartera	Entidades de crédito	Total	% entidades crédito/total
Colocación y aseguramiento	41	–	123	164	74,9
Compraventa de valores	537	–	305	842	36,2
Gestión de patrimonios	28	10	58	96	60,2
Administración y custodia	17	–	588	605	97,3
Comercialización fondos de inversión	131	–	1.977	2.108	93,8

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

Cuadro 9.3

**Valores depositados<sup>(1)</sup> en las entidades de crédito a 31 de diciembre**
*Importes en millardos de euros*

	2001	2002	2003	2004 <sup>(2)</sup>	Var. (%) 04/03
<b>Renta fija</b>	<b>583,6</b>	<b>656,6</b>	<b>742,0</b>	<b>809,8</b>	<b>9,1</b>
Empréstitos	498,6	581,6	670,5	747,8	11,5
Pagarés y efectos al descuento	85,0	75,0	71,5	62,0	-13,3
<b>Renta variable</b>	<b>582,8</b>	<b>469,9</b>	<b>579,1</b>	<b>597,2</b>	<b>3,1</b>
Acciones cotizadas	511,4	416,3	541,6	553,1	2,1
Acciones no cotizadas	71,4	53,6	37,5	44,0	17,5
<b>Total</b>	<b>1.166,4</b>	<b>1.126,5</b>	<b>1.321,1</b>	<b>1.407,0</b>	<b>6,5</b>

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

(2) A 30 de junio.

Fuente: Banco de España y elaboración propia.

# [10] Entidades de capital-riesgo

## 10.1. Marco legal

La Ley 1/1999<sup>1</sup> estableció el régimen jurídico de autorización y registro de las Entidades de Capital-Riesgo (ECR) y atribuyó potestades de supervisión, inspección y sanción a la CNMV, otorgando beneficios fiscales a las entidades que se constituyeran al amparo de dicha ley.

No obstante, las diferencias que se observan entre las cifras de capital e inversiones que manejan los operadores del mercado, que después se comentan, y las correspondientes a las entidades inscritas en el registro de la CNMV, ponen de manifiesto que muchas entidades no se constituyen con arreglo a la Ley 1/1999.

Con el decidido propósito de potenciar en España la figura del capital-riesgo, en marzo de 2005 el Gobierno aprobó un proyecto de ley que se enmarca dentro del Plan de Dinamización de la Economía e Impulso a la Productividad. La reforma que recoge esta nueva ley de capital-riesgo respeta el esquema básico de la Ley 1/1999 y se basa en dos pilares:

- Agilización del régimen administrativo y atribución a la CNMV, como supervisor del capital-riesgo, del grueso de las competencias de autorización.

- Flexibilización de las reglas de inversión: se introducen nuevas figuras financieras como el préstamo participativo, se amplía el ámbito de asesoramiento, se permite invertir en empresas que coticen en el primer mercado con el objetivo de excluirlas de la cotización y se posibilita la inversión de estas entidades en otras entidades de capital-riesgo.

## 10.2. ECR registradas en la CNMV

Desde la entrada en vigor de la Ley 1/1999, el número de entidades registradas ha aumentado considerablemente, habiéndose triplicado a fin del ejercicio pasado. Durante 2004 se dieron de alta en la CNMV tres fondos y siete sociedades de capital-riesgo, con lo que al finalizar el ejercicio, estaban inscritos en el registro 38 fondos y 70 sociedades (véase cuadro 10.1). Es de destacar el movimiento registrado por las sociedades gestoras, al haberse incorporado seis nuevas entidades a nuestros registros<sup>2</sup>, todas, excepto una de ellas, pertenecientes a grupos independientes, cerrándose el ejercicio con 36 sociedades gestoras inscritas.

Las entidades inscritas presentan una fuerte concentración geográfica en Madrid y Cataluña, donde están situadas en

Cuadro 10.1  
Altas y bajas en el registro de ECR en 2004

	Situación a		Situación a	
	31/12/2003	Altas	Bajas	31/12/2004
<b>Entidades</b>	<b>132</b>	<b>16</b>	<b>4</b>	<b>144</b>
Fondos de capital-riesgo	35	3	0	38
Sociedades de capital-riesgo	66	7	3	70
Sociedades gestoras de ECR	31	6	1	36

<sup>1</sup> Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las entidades de capital-riesgo y de sus sociedades gestoras, posteriormente modificada por la Ley 44/2002 de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

<sup>2</sup> Altas

Inveralia Private Equity, SGECR, S.A.  
Ibersuizas Gestión, SGECR, S.A.  
Valcapital Gestión, SGECR, S.A.  
Going Investment, SGECR, S.A.  
Capital Grupo Santander, SGECR, S.A.  
Altamar Capital Privado, SGECR, S.A.

Grupo de control

Independiente  
Independiente  
Independiente  
Independiente  
Santander Central Hispano  
Independiente

torno al 70% de ellas. También muestran una importante participación en su accionariado de grupos financieros nacionales, que controlan el 30% de estas entidades. Los grupos financieros extranjeros tienen escasa presencia al controlar únicamente diez entidades.

Es de destacar la participación de instituciones públicas en el accionariado de las sociedades de capital-riesgo y de los fondos capital-riesgo, con un 26% y un 43% del total, respectivamente. Mediante estos instrumentos, los Ayuntamientos, Comunidades Autónomas y otras corporaciones locales canalizan la financiación de proyectos en sus respectivas áreas.

De acuerdo con las cifras correspondientes al sector en su conjunto, a 31 de diciembre de 2004 el capital gestionado por los asociados de ASCRI (Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo) ascendió a 9.264 millones de euros, mientras que el capital gestionado por las entidades de capital-riesgo inscritas en la CNMV se situó en 2.488 millones de euros. La inversión total bruta del año ascendió a más de 1.900 millones de euros, un 47% más que en 2003. La inversión neta fue de 1.470 millones de euros, de los cuales, 667 millones correspondieron a las ECR inscritas en la CNMV. Lo anterior revela que, como se indicó, en la actualidad sólo una parte de las actividades de capital-riesgo es desarrollada a través de ECR constituidas con arreglo a la Ley 1/1999.

## Anexos II

### A.II.1

#### Cartera de los fondos: peso en el saldo vivo de valores españoles

En %

	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Renta variable cotizada<sup>(1)</sup></b>	2,8	2,6	2,9	4,8	4,7
<b>Renta fija privada<sup>(2)</sup></b>	16,9	14,4	10,6	9,9	11,1
corto plazo	21,4	28,6	21,2	16,0	18,2
largo plazo	14,8	7,8	5,2	6,4	7,1
<b>Renta fija pública</b>	15,5	9,5	7,9	7,0	5,4
corto plazo <sup>(3)</sup>	23,7	14,2	18,9	16,7	12,0
largo plazo	13,9	8,8	6,3	5,5	4,5

(1) Las cifras están a valor de realización. El dato de saldo vivo corresponde a la capitalización de los valores nacionales en el mercado continuo.

(2) En el caso de la renta fija, los importes son nominales.

(3) No incluye las adquisiciones temporales de activos.

Fuente: CNMV y Banco de España.

### A.II. 2

#### Gastos repercutidos a los fondos de inversión

	2003		2004		Var. (%) 04/03
	Millones euros	% s/ patrimonio medio diario	Millones euros	s/ patrimonio medio % diario	
<b>FIM</b>					
Gastos por comisión de gestión	1.622,8	1,19	1.949,5	1,16	20,1
Gastos por comisión de depositario	140,4	0,10	164,6	0,10	17,3
Resto gastos de explotación	29,1	0,02	44,4	0,03	52,6
<b>Total gastos repercutidos</b>	<b>1.792,3</b>	<b>1,31</b>	<b>2.158,4</b>	<b>1,28</b>	<b>20,4</b>
<b>FIAMM</b>					
Gastos por comisión de gestión	508,2	0,90	501,7	0,87	-1,3
Gastos por comisión de depositario	65,3	0,12	64,7	0,11	-0,9
Resto gastos de explotación	3,6	0,01	3,9	0,01	6,6
<b>Total gastos repercutidos</b>	<b>577,2</b>	<b>1,02</b>	<b>570,3</b>	<b>0,99</b>	<b>-1,2</b>

## A.II.3

**Registro de entidades y grupos de control de SGIIC. 2004**

Sociedades gestoras de IIC	Grupo de control
<b>Altas</b>	
Nmas 1 Gestión, S.G.I.I.C., S.A.	Independiente <sup>(1)</sup>
Nordkapp Gestión, S.G.I.I.C., S.A.	Independiente <sup>(1)</sup>
Cajamar Gestión, S.G.I.I.C., S.A.	Cajamar
NBC Petercam Gestión, S.G.I.I.C., S.A.	NIBC Petercam
Dux Inversores, S.G.I.I.C., S.A.	Independiente <sup>(1)</sup>
<b>Bajas</b>	
BBVA Gestinova Capital, S.G.I.I.C., S.A.	BBVA
Cajasur Gestión, S.G.I.I.C., S.A.	Cajasur
B.Z. Gestión, S.G.I.I.C., S.A.	Barclays
Gesindex, S.G.I.I.C., S.A.	Capitalia
Hábitat de Valores, S.G.I.I.C., S.A.	Grupo Inmobiliario Hábitat
Star Inmogestión, S.G.I.I.C., S.A.	Inmobiliaria Bami <sup>(1)</sup>
Gescartera Gestión, S.G.I.I.C., S.A.	Independiente
Interfondos, S.G.I.I.C., S.A.	Skandia

(1) Entidades no controladas por grupos financieros o industriales.

## A.II.4

**Cambios de control en SGIIC. 2004**

Entidad o grupo	Tipo	Adquirente
<b>Tomas de control por entidades financieras españolas</b>		
Atlántico Fondos	SGIIC	Sabadell
Seguros Bilbao Fondos	SGIIC	Catalana Occidente
<b>Tomas de control por entidades financieras extranjeras</b>		
Espirito Santo Gestión (antes Gescapital)	SGIIC	Espirito Santo
Lusogest	SGIIC	Espirito Santo

## A.II.5

ESI españolas con pasaporte comunitario: Estado de acogida<sup>(1)</sup>

País	Nº de ESI	
	2003	2004
<b>Libre prestación de servicios</b>		
Alemania	16	19
Portugal	11	14
Reino Unido	12	12
Francia	10	12
Italia	7	10
Holanda	8	9
Bélgica	8	9
Luxemburgo	6	9
Irlanda	9	8
Austria	5	5
Suecia	5	5
Grecia	5	5
Dinamarca	5	5
Finlandia	5	5
Islandia	2	3
Noruega	2	3
Liechtenstein	1	1
<b>Sucursales</b>		
Reino Unido	1	1
Portugal	2	1
Alemania	1	0
Francia	1	0
<b>Total ESI con actuación transfronteriza<sup>(2)</sup></b>		
Libre prestación de servicios	22	31
Sucursales	4	2

(1) Países indicados en las comunicaciones de libre prestación de servicios y en las autorizaciones de apertura de sucursales.

(2) Número de ESI españolas que prestan servicios en otros estados, sin contar el número de ellos, puesto que una misma entidad puede prestar servicios en uno o más estados.

## A.II.6

**ESI extranjeras con pasaporte comunitario: Estado de origen<sup>(1)</sup>**

País	Nº de ESI	
	2003	2004
<b>Libre prestación de servicios</b>	<b>743</b>	<b>802</b>
Reino Unido	534	579
Francia	54	57
Holanda	33	38
Irlanda	27	25
Austria	22	22
Alemania	12	15
Bélgica	12	12
Luxemburgo	8	8
Noruega	7	8
Suecia	9	8
Grecia	7	7
Dinamarca	6	6
Finlandia	5	5
Italia	4	5
Portugal	3	5
Chipre	0	1
Eslovenia	0	1
<b>Sucursales</b>	<b>19</b>	<b>19</b>
Reino Unido	14	13
Francia	2	2
Alemania	1	1
Bélgica	1	1
Portugal	1	1
Holanda	0	1
<b>Total</b>	<b>762</b>	<b>821</b>

(1) Países indicados en las comunicaciones de ESI de estados miembro de la UE y autorizaciones de ESI de estados no miembro de la UE.

Informe Anual CNMV 2004

# Parte III

La regulación y supervisión  
de los mercados de valores

# [11] Regulación financiera

## 11.1. Legislación europea

El ejercicio 2004 ha supuesto la culminación del Plan de Acción de Servicios Financieros (PASF). Esta iniciativa surgió en 1999, a instancias del Consejo de Ministros de Economía y Finanzas de la Unión Europea (ECOFIN), con el objetivo de impulsar la integración de los mercados financieros en la Unión Europea. Las 42 medidas legislativas contempladas en el Plan están hoy prácticamente completadas. Cuando el ejercicio se inició quedaban todavía pendientes seis medidas: la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros, la Directiva de Ofertas Públicas de Adquisición, la Directiva de Transparencia, la revisión de la Directiva sobre Adecuación de Capital de Entidades Financieras y la revisión de la 10ª y la 14ª Directivas sobre Derecho de Sociedades. Durante el año, antes de la disolución del Parlamento Europeo en mayo, se aprobaron las Directivas de Transparencia (2004/109/CE), Mercados de Instrumentos Financieros (2004/39/CE) y OPA (2004/25/CE). Queda pendiente, por tanto, en lo relativo a regulación del mercado de valores, únicamente la actualización de la Directiva sobre Adecuación de Capital. Este último proyecto se debatió en el ECOFIN de diciembre de 2004, siendo previsible la aprobación de esta Directiva por el Parlamento Europeo, en primera lectura, a lo largo de 2005.

Por otro lado, en abril de 2004 la Comisión Europea sometió a consulta pública su segunda Comunicación al Consejo y al Parlamento Europeo sobre compensación y liquidación en la Unión Europea, titulada «El camino a seguir». En la misma, la Comisión propone adoptar una serie de medidas para eliminar los obstáculos que menoscaban la eficiencia de las actividades de compensación y liquidación transfronteriza, ya señalados en los informes del Grupo Giovannini<sup>1</sup>. Entre las principales iniciativas expuestas, cabe mencionar la posible elaboración de una Directiva marco, la constitución de un grupo consultivo permanente para el seguimiento de la compensación y liquidación y la constitución de dos grupos específicos de expertos, para estudiar los obstáculos a la integración en materias legales y fiscales.

La ejecución del PASF se ha desarrollado desde 2001 siguiendo el llamado «proceso Lamfalussy». Su objetivo era el diseño de un nuevo método de regulación que acelerara el proceso legislativo para lograr un mercado financiero realmente integrado. Dicho método comprende cuatro niveles de regulación e implementación:

- Nivel 1, integrado por la legislación marco adoptada por el Consejo y el Parlamento.
- Nivel 2, integrado por las normas de desarrollo de la legislación de nivel 1, cuya aprobación se delega en la Comisión Europea mediante el procedimiento llamado de comitología.
- Nivel 3, enfocado hacia la aplicación homogénea de la normativa europea y la convergencia de la práctica supervisora a escala de la Unión. CESR<sup>2</sup> es el comité que integra a todos los supervisores de mercados de valores de la Unión Europea. Es el encargado de desarrollar el nivel 3 de medidas y de asesorar a la Comisión en la preparación de las normas de nivel 2.
- Nivel 4, de control por la Comisión Europea y, llegado el caso, por el Tribunal Europeo de Justicia, del cumplimiento por los estados miembro de la legislación europea en materia de valores.

Los pasos previstos en el PASF han tenido su reflejo en actuaciones normativas de nivel 1 y 2. Sin embargo, estas medidas no surtirán efecto pleno si no van seguidas de su adecuada implementación y de cierta armonización de la práctica de los supervisores de valores de la Unión. Por ello, la cooperación entre supervisores (nivel 3) resulta tan relevante y trascendente para el mercado de valores en España. De ahí la importancia que la CNMV otorga a los procesos de consulta, contraste y definición de las medidas de nivel 3 y a la necesidad de contar con las opiniones y las aportaciones del sector financiero y de los inversores finales.

La normativa europea desarrollada durante 2004 está clasificada en el cuadro 11.1, de acuerdo con el esquema Lamfalussy. En los epígrafes 11.1.1 y 11.1.2 se describe su conteni-

<sup>1</sup> First report of the Giovannini Group on Cross Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union (11.2001); Second report of the Giovannini Group on Clearing and Settlement Arrangements in the European Union (4.2003).

<sup>2</sup> «CESR» es la abreviatura de «Committee of European Securities Regulators».

## Cuadro 11.1

## Normativa desarrollada en 2004 de acuerdo con el PASF

## Medidas nivel 1

Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición.

Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros.

Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia.

## Medidas nivel 2

Directiva 2004/72/CE de la Comisión, de 29 de abril de 2004, que tiene por objeto facilitar la aplicación de la Directiva 2003/6/CE<sup>(1)</sup> del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las prácticas de mercado aceptadas.

Reglamento (CE) N° 809/2004 de la Comisión, de 29 de abril de 2004, relativo a la aplicación de la Directiva 2003/71/CE<sup>(2)</sup>, que desarrolla la información contenida en los folletos.

(1) Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero, sobre operaciones con información privilegiada y manipulación del mercado (abuso de mercado).

(2) Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de Administración, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores.

do, mientras que en el epígrafe 11.1.3 se relacionan los mandatos de la Comisión europea a CESR para el desarrollo de medidas de nivel 2. El punto 11.1.4 se dedica a las iniciativas de CESR respecto al nivel 3. En el punto 11.1.5 se comentan otras actuaciones respecto a grupos de trabajo de CESR. Finalmente, en el punto 11.1.6 se explican las iniciativas de la CNMV para divulgar la legislación europea y promover una mayor participación de las empresas, las entidades financieras y los inversores españoles en los procesos de consulta que preceden a su aprobación.

## 11.1.1. Legislación de Nivel 1

La legislación aprobada por el Parlamento y el Consejo Europeos durante 2004 fue la siguiente:

- Directiva 2004/25/CE** del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las **ofertas públicas de adquisición**. El principal objetivo de esta Directiva es garantizar en toda la UE una protección equivalente a los accionistas minoritarios de una sociedad que coticen en algún mercado de valores en caso de ofertas públicas de adquisición. Para ello establece una serie de medidas de las que cabe destacar el concepto de «precio equitativo» al que debe formularse la oferta, la transparencia informativa, y los supuestos de venta forzosa (*sell out*), en los que los accionistas minoritarios pueden obligar al mayoritario que ha formulado la oferta que le ha permitido adquirir más del 90% del capital social a comprarles sus acciones a un precio justo. Esta obligación del accionista mayoritario se complementa con su derecho a obligar a los minoritarios a venderle sus acciones (*squeeze out*). La transposición de la Directiva deberá hacerse antes del 20 de mayo de 2006.
- Directiva 2004/39/CE** del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los **mercados de instrumentos financieros (MiFID)**, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/112/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo. Esta Directiva está destinada a reforzar el marco legislativo comunitario de los servicios de inversión y de los mercados regulados con el fin de reforzar la protección de los inversores y la integridad del mercado, estableciendo requisitos armonizados para la actividad de los intermediarios. La Directiva se centra en el concepto de «pasaporte comunitario» y en la armonización de las normas que regulan las condiciones de autorización y funcionamiento de las empresas de servicios de inversión. Se establece con carácter general el principio del «país de origen», no sólo en materia de autorización, sino también a efectos de supervisión y control, y se fomenta el establecimiento de mecanismos efectivos de cooperación entre autoridades supervisoras. La Directiva establece como plazo máximo de implantación el 30 de abril de 2006. La Directiva MiFID no se limita a regular las empresas de servicios de inversión, sino que, además, como se indicó en el apartado 7.1 del capítulo 2, regula los distintos sistemas de negociación (mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación e internalización sistemática de órdenes) con el objetivo de preservar la eficiencia y la integridad del mercado en un contexto de competencia entre dichos sistemas.

La actividad de internalización sistemática consiste en una operativa de compraventa de valores con cargo a la cuenta propia de un intermediario que se realiza de forma frecuente y organizada. La MiFID regula esta actividad de forma expresa porque constituye una alternativa a la contratación

a través de los mercados regulados y de los sistemas multilaterales de negociación<sup>3</sup>. Dado que los internalizadores sistemáticos compiten con el resto de los sistemas de negociación, parece razonable exigirles un régimen de transparencia y otras obligaciones que faciliten la protección de los inversores y la correcta formación de los precios. Así se establece en el artículo 27 de la MiFID, donde se les exige el deber de cotizar precios durante las horas normales de mercado y una serie de condiciones respecto a la actualización y cese de sus cotizaciones, además de otras obligaciones. Al mismo tiempo, la MiFID toma en consideración que, al operar contra su cuenta propia, los internalizadores sistemáticos ponen en riesgo su capital. De ahí que el artículo 27 de la Directiva les conceda algunas salvaguardas razonables en su régimen de actuación, destinadas a evitar la asunción de un riesgo excesivo en su operativa. Por otra parte, la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros ha modificado sustancialmente el contenido del principio de «mejor ejecución» de órdenes, que se interpretaba hasta ahora como la obligación de los intermediarios financieros de lograr el mejor precio posible en las transacciones ejecutadas por cuenta de sus clientes. Esta interpretación, centrada en el precio, se acomodaba con facilidad a la existencia de un cuasimonopolio territorial en los servicios de negociación por parte de las bolsas y de otros mercados tradicionales, situación que facilitaba la concentración del flujo de órdenes en un único sistema de negociación. El panorama de los mercados que contempla la MiFID es, sin embargo, muy distinto, porque existe la posibilidad de que la contratación de un valor se lleve a cabo en distintos sistemas de negociación alternativos, sean estos mercados regulados, sistemas multilaterales de negociación o internalizadores sistemáticos. De ahí que la Directiva haya considerado una interpretación más exigente del principio de mejor ejecución, en la que deben tenerse en cuenta cualidades como la rapidez y la probabilidad de ejecución, además de la búsqueda del mejor precio.

- **Directiva 2004/109/CE** del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la **armonización de los requisitos de transparencia** relativos a la información de los emisores con valores admitidos a negociación en un mercado regulado, que había sido aprobada previamente por el Consejo del ECOFIN del 11 de mayo de 2004. Esta Directiva modifica la Directiva 2001/34/CE sobre la admisión

de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores. La Directiva regula, entre otros aspectos, el contenido de la información que debe facilitarse al mercado, los mecanismos a establecer para conseguir un trato igualitario por parte de los emisores a todos sus accionistas u obligacionistas y los procedimientos de difusión de la información regulada. El objetivo es doble: facilitar un flujo regular y estandarizado de información y asegurar la existencia de mecanismos de difusión que garanticen que la información llegue a todos los inversores de forma rápida y en igualdad de condiciones, con independencia del país donde radiquen. El plazo para la transposición de esta directiva finaliza el 20 de enero de 2007.

### 11.1.2. Legislación de nivel 2

Durante 2004, la Comisión Europea aprobó las siguientes normas correspondientes al nivel 2 del esquema Lamfalussy:

- **Directiva 2004/72/CE** de la Comisión, de 29 de abril de 2004, que tiene por objeto facilitar la aplicación de la Directiva 2003/6/CE<sup>4</sup> del Parlamento Europeo y del Consejo —la conocida como Directiva sobre abuso de mercado— en lo relativo a las prácticas de mercado aceptadas, la definición de información privilegiada para los instrumentos derivados sobre materias primas, la elaboración de listas de personas con información privilegiada, la notificación de las operaciones efectuadas por directivos y la notificación de operaciones sospechosas. En ella se definen cuatro aspectos fundamentales referentes al abuso de mercado: establece los criterios que las autoridades competentes de los diferentes estados miembro deben tener en cuenta para evaluar la aceptabilidad de una práctica de mercado concreta; contiene una definición de lo que debe entenderse por información privilegiada en relación con los instrumentos derivados sobre materias primas; contempla la elaboración por parte de los emisores de listas de personas con acceso a información privilegiada y la comunicación a las autoridades competentes de las operaciones realizadas por directivos y/o por las personas que tengan un vínculo estrecho con ellos; y, por último, se refiere a las operaciones sospechosas que deben comunicarse a las autoridades competentes.
- **Reglamento (CE) N° 809/2004** de la Comisión, de 29 de abril de 2004, relativo a la aplicación de la Directiva 2003/71/CE<sup>5</sup>, que desarrolla la **información contenida**

<sup>3</sup> En España gozan de reconocimiento como mercados regulados y sistemas multilaterales de negociación de la MiFID los mercados oficiales y los sistemas organizados de negociación de la Ley del Mercado de Valores, respectivamente.

<sup>4</sup> Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero, sobre operaciones con información privilegiada y manipulación del mercado (abuso de mercado).

<sup>5</sup> Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de Administración, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores.

en los folletos, así como el formato, incorporación por referencia, publicación de dichos folletos y difusión de publicidad. Esta norma aporta cierta flexibilidad para adaptar los folletos a la variedad de emisores y de valores que pueden ser emitidos, simplifica la preparación del folleto y, por último, establece las pautas de publicación de los folletos.

### 11.1.3. Mandatos de la Comisión Europea a CESR para desarrollo de medidas de nivel 2

Como ya se indicó, CESR es el Comité de Reguladores de Valores Europeos, creado por decisión de la Comisión Europea<sup>6</sup>, siguiendo la recomendación del Informe Lamfalussy, para mejorar la coordinación entre dichos reguladores, asesorar a la Comisión y asegurar la implementación consistente y en plazo de la regulación europea.

La CNMV ha venido participando muy activamente en todas las actividades de CESR, incluidos los múltiples grupos de expertos y de trabajo que se exponen en los párrafos que siguen. La febril actividad de tales grupos exigió un especial esfuerzo de los técnicos de la CNMV.

Durante el pasado ejercicio, CESR recibió de la Comisión mandatos de asesoramiento en relación con las siguientes normas de nivel 2:

- **Directiva 2004/39/CE relativa a los Mercados de Instrumentos Financieros.** El plan de trabajo desarrollado por CESR, al amparo de dicha Directiva se estructura en dos bloques de mandatos.

El 20 enero de 2004 se recibió el primer conjunto de mandatos de la Comisión Europea, cuya fecha prevista de aprobación final era el 31 de enero de 2005.

Para abordar este primer conjunto de mandatos CESR lo dividió en tres grandes bloques en los que trabajan los grupos de expertos que se citan a continuación y en los que la CNMV ha participado activamente:

1. Grupo de expertos en mercados. Se ocupa del desarrollo de los mandatos relacionados con la admisión a negociación de instrumentos financieros, los requisitos de transparencia pre y postnegociación en mercados regulados y SMN<sup>7</sup>, y la publicidad de las transacciones (posttrade) por parte de las empresas de servicios de inversión.
2. Grupo de expertos en intermediarios. Dentro del mismo se desarrollan los mandatos relacionados con los requisitos organizativos de las ESI, conflictos de interés, nor-

mas de conducta en la prestación de servicios de inversión, principio de mejor ejecución y gestión de las órdenes de los clientes.

3. Grupo de expertos en materia de cooperación y cuestiones de control de la futura aplicación de la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros. Dentro del mismo se desarrollan los mandatos relacionados con cooperación e intercambio de información entre autoridades competentes, así como información sobre transacciones realizadas en los mercados de valores.

Asimismo, se ha establecido un grupo permanente para asegurar la coherencia y consistencia de las propuestas técnicas elaboradas por los tres grupos de expertos mencionados anteriormente. El grupo está compuesto por los tres presidentes de los grupos de trabajo bajo la presidencia del presidente de CESR.

Dentro de este primer bloque de mandatos que incluía 17 áreas, las cuales se incluyen en los tres grupos de trabajo, CESR presentó en febrero de 2005, propuestas técnicas sobre las siguientes materias:

- Cumplimiento y transacciones personales.
- Obligaciones relacionadas con los sistemas de internalización, recursos y procedimientos de las ESI.
- Obligaciones de registro. Registros de órdenes.
- Conflictos de interés.
- Información, justa, clara y no confusa.
- Información a los clientes. Aspectos temporales y formales que deben cumplirse por parte de las ESI.
- Remisión de información sobre transacciones a las autoridades competentes, en donde se incluyen conceptos como «mercados relevantes», así como el contenido mínimo de los informes sobre transacciones.
- Obligaciones de cooperación e intercambio de información entre autoridades supervisoras. Se pretende establecer un marco general de cooperación entre las autoridades competentes.

El segundo bloque de mandatos se recibió el 29 de junio de 2004 con fecha prevista de aprobación final el 30 de abril de 2005. Este segundo bloque se refiere a las siguientes materias:

- La lista de instrumentos financieros a establecer de acuerdo con lo previsto en el artículo 4 de la Directiva de mer-

<sup>6</sup> Decisión de la Comisión, de 6 de junio de 2001, por la que se establece un Comité de Reguladores Europeos de Valores.

<sup>7</sup> Sistemas multilaterales de negociación.

cados de instrumentos financieros. En particular, ha de aclararse y precisarse qué derivados sobre materias primas debieran ser incluidos en la lista de instrumentos financieros y en consecuencia entrar en el ámbito objetivo de aplicación de la Directiva.

- Definición del concepto de asesoramiento en materia de inversiones (art. 4 de la Directiva).
- Normas de conducta, con especial referencia al desarrollo del principio «conoce a tu cliente», prestación de servicios de asesoramiento y reglas sobre ejecución de órdenes (art. 19 de la Directiva).
- Respecto a las contrapartes elegibles (art. 24), señala qué entidades pueden actuar como tales; esto es, realizar transacciones sin que les sean aplicables las normas protectoras de la clientela que prevén las normas de conducta de la Directiva.
- El artículo 22 (gestión de órdenes de clientes).
- Pretransparencia en materia de internalización (art. 27 en relación con el concepto de internalizador sistemático del artículo 4.1.7 de la Directiva).

- **Directiva 2004/109/CE sobre Transparencia.** El 29 de junio de 2004, la Comisión Europea realizó un mandato formal al CESR para la elaboración de un informe de asesoramiento técnico relativo a la implementación de la Directiva 2004/109/CE o Directiva de Transparencia cuya fecha de entrega debe ser junio de 2005. Los temas principales a abordar en dicho informe son:

- Información sobre participaciones significativas.
- Difusión y almacenamiento de la información regulada. Este punto incluye la elaboración de un «Progress Report» sobre el papel a desempeñar por un organismo designado de manera oficial para almacenar la información regulada, el establecimiento de una red electrónica europea que contenga la información de las emisiones y el archivo por medios electrónicos de dicha información.
- Estados financieros intermedios. La Comisión Europea solicita el asesoramiento técnico del CESR sobre la naturaleza de la revisión a realizar por los auditores de los estados intermedios, descripción del contenido mínimo de dicha información semestral cuando no esté preparada de conformidad con las normas internacionales de información financiera, e información a facilitar sobre operaciones realizadas con partes vinculadas.

- Equivalencias con terceros países. Se establecerán los principios que debe recoger la legislación de terceros países respecto a la información regulada, para considerar esta información equivalente conforme a los requisitos exigidos por la Directiva de Transparencia.
- Procedimientos vinculados a la elección del estado miembro de origen.

Por mandato de la Comisión Europea, CESR inició un análisis de la equivalencia de las NIIF respecto a las normas contables existentes en Canadá, Japón y Estados Unidos, y se realizó una descripción de los mecanismos de supervisión existentes en cada uno de estas tres jurisdicciones. Con dicha finalidad, CESR publicó un informe marco<sup>8</sup>, que estuvo sometido a consulta pública hasta finales de 2004, donde se proponen los conceptos y metodologías que serían utilizados por CESR para llevar a cabo su análisis de equivalencia.

#### 11.1.4. Actuaciones de CESR correspondientes al nivel 3

Como se ha indicado en el epígrafe anterior, CESR tiene, entre otras funciones, la de asegurar una implantación consistente de la normativa europea, competencia que se enmarca en el nivel 3 del esquema regulador del Informe Lamfalussy. Durante el pasado ejercicio, CESR desarrolló iniciativas de nivel 3 respecto a la aplicación de las siguientes normas:

- El desarrollo básico de la Directiva 2004/72/CE<sup>9</sup>, que se efectúa a través del grupo permanente de CESR-Pol, con el fin de facilitar una transposición armonizada. En octubre de 2004 se sometió a consulta un documento sobre prácticas aceptadas de mercado, ejemplos de prácticas constitutivas de manipulación de mercados y comunicación de operaciones sospechosas.
- Con la finalidad de preparar recomendaciones acerca de la implementación consistente del Reglamento (CE) N° 809/2004, que desarrolla la información contenida en los folletos informativos de emisión y oferta pública de valores, CESR aprobó un documento en junio de 2004, sometiéndolo a consulta de los participantes en los mercados.
- En el ámbito de la legislación comunitaria sobre organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM), CESR trabajó en 2004 en dos direcciones. Por una parte, se avanzó respecto a la discrepancias surgidas entre los supervisores europeos sobre la efectiva entrada en vigor de algunas cuestiones desarrolladas por las Directivas

<sup>8</sup> Concept Paper on equivalence of certain third countries GAAP, CESR/04-509.

<sup>9</sup>Directiva 2004/72/CE de la Comisión, de 29 de abril de 2004, que tiene por objeto facilitar la aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las prácticas de mercado aceptadas, la definición de información privilegiada para los instrumentos derivados sobre materias primas, la elaboración de listas de personas con información privilegiada, la notificación de las operaciones efectuadas por directivos y la notificación de operaciones sospechosas.

107/2001/CE y 108/2001/CE<sup>10</sup>. CESR elaboró un documento de nivel 3 que recoge el consenso de sus miembros respecto a estas directivas. Por otra parte, se trabajó en la concreción de los activos de inversión aptos para las OICVM, cuestión que resulta imprescindible para alcanzar una aplicación homogénea de la legislación comunitaria en este ámbito. Para avanzar esta dirección, CESR creó dos subgrupos en el seno del grupo de trabajo sobre inversiones, cuyas tareas deben culminar antes de que finalice 2005.

#### 11.1.5. Otras actuaciones llevadas a cabo por CESR

Además de las tareas vinculadas al proceso regulador europeo, CESR desarrolló otras actividades dirigidas, principalmente, a promover una cooperación más eficaz entre los supervisores europeos.

Las actividades del CESR se desarrollan mediante grupos de trabajo permanentes y mediante grupos de expertos creados para tratar temas concretos, supervisados en ambos casos por el Comité de presidentes. La actividad durante 2004 de los grupos de trabajo permanentes se señala a continuación.

- **Grupo de trabajo de inspección e intercambio de información: CESR-Pol.**

Además de los trabajos ya citados de desarrollo de la Directiva 2004/72/CE, CESR-Pol siguió trabajando en los mandatos que tenía encomendados desde 2003 como son: (i) el análisis de la operatividad y funcionamiento del Memorando de Entendimiento Multilateral CESR; (ii) el análisis de los problemas experimentados en la cooperación internacional; (iii) la supervisión de las actividades relacionadas con los mercados de valores a través de Internet, y (iv) el análisis de los sistemas o criterios utilizados para priorizar la asignación de recursos a las investigaciones.

- **Grupo de trabajo sobre información financiera: CESR-Fin.**

En el año 2004, el grupo de trabajo sobre información financiera continuó centrándose en las diferentes cuestiones relativas a la transición a las nuevas NIIF y la adecuada coordinación entre los reguladores europeos con respecto a la supervisión de la información financiera suministrada por las entidades cotizadas. El resultado de este

estudio fue la publicación del *Estándar número 2 sobre información financiera, coordinación en las actividades de supervisión*<sup>11</sup> y de una Guía de Implementación de dicha estándar<sup>12</sup>, como continuación del trabajo comenzado con la publicación del *Estándar número 1 sobre información financiera*<sup>13</sup>. Los principios de este segundo estándar, que ha adoptado CESR, son los siguientes:

- Principio 1. Los organismos de supervisión, en el momento de tomar una decisión, deben tener en cuenta las decisiones precedentes adoptadas con anterioridad por cualquier otro supervisor de la UE. Cuando sea posible, se realizarán consultas con otros organismos supervisores, de carácter bilateral o multilateral.
- Principio 2. En un período razonable, con posterioridad a que la decisión sea tomada, los organismos supervisores pondrán a disposición del resto de supervisores europeos los detalles relevantes de la misma. CESR considera que la vía más práctica a la hora de compartir la información es a través de la creación de una base de datos.
- Principio 3. Todos los organismos supervisores deben estar sujetos a un régimen de confidencialidad consecuente con el que es aplicable a los miembros de CESR.
- Principio 4. Con el propósito de alcanzar un alto grado de armonización, todos los organismos supervisores de la UE, sean o no miembros de CESR, se reunirán periódicamente con el fin de discutir y analizar las decisiones más relevantes adoptadas en las diferentes jurisdicciones de la UE. Para ello se acuerda constituir un grupo que incluya a todos ellos, denominado «Sesiones de Coordinación de Supervisores Europeos» o SCSE.

Los principales aspectos abordados de la guía de implantación, publicada por CESR-Fin, de los anteriores principios generales fueron:

- Se concretan las funciones del grupo SCSE. Entre tales funciones cabe destacar, además de la ya señalada, el identificar elementos no previstos por las normas contables o sobre los que existan interpretaciones contradictorias, con el fin de referirlos a los organismos de regulación contable relevantes.

<sup>10</sup> Estas directivas modificaron en su momento la Directiva 85/611/CEE del Consejo, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM). La Directiva 107/2001 introdujo modificaciones en materia de regulación de las sociedades de gestión y folletos simplificados y la Directiva 108/2001 lo hizo en materia de inversiones.

<sup>11</sup> *Standard No. 2 on Financial Information-Co-ordination of enforcement activities*, de abril de 2004. CESR/03-317c.

<sup>12</sup> *Guidance for Implementation of Coordination of Enforcement Activities*, CESR/04-257b.

<sup>13</sup> *Standard No. 1 on Financial Information*, de marzo de 2003. CESR/03-073.

- Se detallan los campos y contenido mínimo que debe contener cada decisión que se incluya en la base de datos.
- Se establecen los criterios básicos para ser tenidos en cuenta por cada supervisor a la hora de decidir si una decisión suya adoptada es relevante o no para incluirla en la base de datos.

Por último, conviene señalar la creación de un nuevo subgrupo de trabajo sobre temas relativos a auditoría de cuentas, con el objetivo de observar y participar en los desarrollos que tengan lugar en la Unión Europea respecto a esta materia, en particular las modificaciones que la Comisión Europea está llevando a cabo en la octava directiva, sobre auditoría de cuentas anuales y consolidadas.

#### • Review Panel

En 2004 se creó un grupo de trabajo con la función de supervisar la aplicación de los aspectos técnicos, tanto de la regulación y de las Directivas de la Unión Europea como de las Recomendaciones de la Comisión Europea. Para ello se desarrolló un procedimiento, dividido en varias fases: (i) autoevaluación; (ii) revisión común de las respuestas; (iii) informe del *Review Panel* al CESR; (iv) aprobación o desestimación del informe; (v) publicación o no del informe en la página web de CESR, y (vi) período público de comentarios. En 2005 se realizará la primera aplicación práctica de esta metodología a propósito del *cold calling* o captación de clientes a través de llamadas telefónicas, o por cualquier otro medio, sin requerimiento previo del inversor.

Por otro lado, se desarrollaron estudios comparativos y de implementación entre los distintos países integrantes, de dos conjuntos de estándares aprobados por CESR sobre sistemas alternativos de contratación y estándares para la protección de los inversores.

#### 11.1.6. Participación de emisores, intermediarios e inversores españoles en el proceso legislativo europeo

La CNMV incluye entre sus objetivos el de promover la participación de los distintos estamentos que intervienen en el sector financiero (inversores, ESI, IIC, entidades financieras, organismos de mercado, etc.) en los procesos de consulta sobre medidas normativas y estándares en materia de mercados de valores adoptados a nivel internacional. Los mecanismos que utiliza para ello son varios, desde el propio Comité Consultivo de la CNMV hasta la realización de jornadas o la publicación de documentos a consulta en la página web de la CNMV. La Dirección de Relaciones Internacionales coordina la participación de la CNMV en los distintos foros y canaliza las suge-

rencias recibidas sobre los documentos internacionales sometidos a consulta.

Dentro de esta línea de actuación, la CNMV organizó en junio del pasado año la IV Jornada de Regulación Europea. Los asistentes recibieron información sobre la situación y perspectivas del Plan de Acción de Servicios Financieros, así como sobre el estado de las distintas iniciativas comunitarias en materia de regulación: OPA, servicios de inversión, abuso de mercado, folletos informativos, transparencia, garantías financieras, compensación y liquidación, UCITS, conglomerados financieros, adecuación de capital y normas contables.

Se ha incorporado a la web de la CNMV una nueva sección, sobre Actividades Internacionales, que tiene una doble vertiente. Por un lado, hay un área con información internacional para los mercados españoles, incluyendo documentos en fase de consulta a los mercados, una agenda de actividades, informes de otros países y organismos y un directorio de las principales instituciones internacionales; por otro, existe un área dedicada a informar a los usuarios extranjeros de novedades que se producen tanto en la regulación española, como en los mercados nacionales o en las actividades de la CNMV. Esta información se ofrece en inglés y en español.

## 11.2. Legislación española

A continuación se da cuenta de las principales medidas legislativas de ámbito nacional aprobadas en 2004.

### 11.2.1. Normas sobre el mercado de valores

#### Emisores de valores

- **Real Decreto 302/2004**, de 20 de febrero, sobre cuotas participativas de las cajas de ahorros. El artículo 14 de la Ley 44/2002 modifica sustancialmente el régimen jurídico de las cuotas participativas de las cajas de ahorros. El Real Decreto completa determinados aspectos técnicos relativos al régimen jurídico de las cuotas y al procedimiento de emisión. Por otra parte, se regula la creación y funcionamiento del sindicato de cotaparticipes.
- **Orden EHA/3050/2004**, de 15 de septiembre, sobre la información de las operaciones vinculadas que deben suministrar las sociedades emisoras de valores admitidas a negociación en mercados secundarios oficiales. Esta orden responde a lo establecido en el artículo 35 de la Ley del Mercado de Valores, así como en la Ley 26/2003, de 17 de

julio, que introducen la obligación para las sociedades cotizadas de informar sobre las operaciones vinculadas, incluyendo las transacciones con sus accionistas, administradores y cargos directivos. Se introduce un nuevo criterio de vinculación, el de la influencia significativa en la toma de decisiones, entendiéndose por tal, la participación en las decisiones financieras y operativas de una entidad, aunque no se ejerza el control sobre ésta. La Orden define las operaciones vinculadas como toda transferencia de recursos, servicios u obligaciones entre las partes vinculadas con independencia de que exista o no contraprestación.

- **Circular 1/2004**, de 17 de marzo, de la CNMV, sobre el informe anual de gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores, y otros instrumentos de información sobre sociedades anónimas cotizadas. Esta circular se dictó en desarrollo de la Ley 26/2003 y la Orden Ministerial 3722/2003, de 26 de diciembre, sobre informe anual de gobierno corporativo y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades, donde se faculta a la CNMV para desarrollar el contenido y estructura de dicho informe anual.

#### Inversores

- **Real Decreto 303/2004**, de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de los Comisionados para la defensa del cliente de servicios financieros. La Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero crea la figura de los Comisionados para la defensa de los clientes de servicios financieros, con el objetivo de facilitar a dichos clientes los cauces necesarios para hacer llegar a las autoridades supervisoras cualesquiera quejas, reclamaciones o consultas.
- **Orden ECO/734/2004**, de 11 de marzo, sobre los departamentos y servicios de atención al cliente y el defensor del cliente de las entidades financieras. La citada Ley 44/2002 establece que las entidades de crédito, empresas de servicios de inversión y entidades aseguradoras deberán contar con un departamento o servicio de atención al cliente para atender y resolver las quejas y reclamaciones que sus clientes puedan presentar. El artículo 48 de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC, extiende este tratamiento a las sociedades gestoras de IIC.

#### Mercados secundarios

- **Orden ministerial 764/2004**, de 11 de marzo, por la que se regulan determinados aspectos de los presta-

mos de valores a los que se refiere el artículo 36.7 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. El objeto de la Orden fue desarrollar las obligaciones específicas de información de carácter financiero de los contratos de préstamo de valores admitidos a negociación en un mercado secundario, regulados en el artículo 36.7 de la Ley 24/1988 y habilitar a la CNMV para fijar límites al volumen de operaciones de préstamos regulados en dicho precepto o las condiciones de los mismos.

#### Empresas de servicios de inversión

- **Circular 2/2004**, de 31 de marzo, de la CNMV, sobre normas contables, modelos reservados y públicos de los estados financieros y cuentas anuales de carácter público de las empresas de servicios de inversión, por la que se modifica parcialmente la Circular 5/1990, de 28 de noviembre, sobre normas contables, modelos reservados y públicos de los estados financieros y cuentas anuales de carácter público de las sociedades y agencias de valores. Esta Circular amplía el ámbito de aplicación de la Circular 5/1990 a todas las empresas de servicios de inversión, por lo tanto, incluye a las sociedades gestoras de cartera.

#### Instituciones de inversión colectiva

- **Resolución de 22 de abril de 2004**, del Consejo de la CNMV, por la que se califican de escasa relevancia determinadas modificaciones de proyectos constitutivos, estatutos y reglamentos de IIC, de acuerdo con la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de IIC, artículo 11.1.d.

#### 11.2.2. Otras normas españolas con incidencia en los mercados de valores

- **Real Decreto 1778/2004**, de 30 de julio, por el que se establecen obligaciones de información respecto de las participaciones preferentes y otros instrumentos de deuda y de determinadas rentas obtenidas por personas físicas residentes en la Unión Europea. Este Real Decreto incorpora a la normativa española la Directiva 2003/48/CE, modificando el Real Decreto 2281/1998, de 23 de octubre, por el que se desarrollan las disposiciones aplicables a determinadas obligaciones de suministro de información a la Administración tributaria; el Reglamento de planes y fondos de pensiones, aprobado por el Real Decreto 1307/1988, de 30 de septiembre; y el Real Decreto 2027/1995, de 22 de diciembre, por el que se regula la declaración anual de operaciones con terceras personas.

## [12] Supervisión

### 12.1. Supervisión de los mercados

La CNMV tiene a su cargo la supervisión de los mercados oficiales y de los sistemas organizados de negociación (SON)<sup>1</sup>, con la salvedad del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, donde esta función corresponde al Banco de España. La principal finalidad del seguimiento de las actividades de negociación es asegurar la correcta formación de los precios y perseguir las prácticas abusivas que puedan producirse dentro del mercado, incluido el uso indebido de información privilegiada. La CNMV también tiene encomendada la supervisión de los servicios de registro, compensación y liquidación de valores y de las entidades de contrapartida central, con la doble finalidad de asegurar su eficiente funcionamiento y limitar los riesgos inherentes a su actividad.

El seguimiento de los mercados secundarios que realiza la CNMV se basa tanto en la información que emana del proceso de negociación, como en información externa a éste. Respecto a la primera, su captura y tratamiento se adaptan a las características de cada mercado o sistema de negociación. Así, los sistemas electrónicos, como el mercado continuo bursátil, las plataformas electrónicas de renta fija o el mercado de productos derivados de MEF, facilitan el seguimiento en tiempo real del mercado y permiten la implantación de sistemas de señales que advierten instantáneamente sobre operaciones o situaciones de mercado que conviene analizar. En el seguimiento del resto de los sistemas de negociación también se

dispone de sistemas de señales, pero en este caso los sistemas se alimentan con la información remitida por el mercado tras el cierre de la sesión.

En cuanto a la información externa al proceso de negociación, su finalidad es la de ayudar al supervisor a seleccionar puntos de atención y enmarcar o complementar el análisis de la información procedente de los mercados. Para ello, la CNMV utiliza múltiples fuentes que proporcionan una cobertura muy amplia del entorno de la negociación: información económica de carácter general, noticias referidas a los emisores, informes de los analistas profesionales, opiniones y recomendaciones en los medios de comunicación e Internet, etc.

Como se aprecia en el cuadro 12.1, la CNMV analizó en 2004, a través de la Dirección de Mercados Secundarios, cerca de 62.000 señales de supervisión, de las cuales el 43% se generaron en el mercado bursátil de renta variable, el 34% en las operaciones de liquidación y el resto en la negociación de renta fija y derivados. Con la finalidad de obtener información adicional, la CNMV remitió un total de 643 requerimientos de información a intermediarios financieros y emisores.

Cuando se requiere un análisis más detallado o es necesaria una actuación inmediata por la CNMV, la Dirección de Mercados Secundarios elabora un informe específico que, en su caso, se remite a la Unidad de Vigilancia de los Mercados o a la Dirección de Supervisión de Entidades con obje-

Cuadro 12.1

#### Resumen de la actividad supervisora en 2004

	Renta variable	Renta fija	Derivados	Liquidación	Total
Número de operaciones	13.601.754	846.956	3.144.141	22.681.377	40.274.228
Señales de supervisión <sup>(1)</sup>	26.517	4.394	9.875	21.115	61.901
Solicitud de información	423	81	26	113	643
Informes de supervisión	96	25	73	16	210
Informes remitidos a otras Direcciones u organismos	11	6	29	1	47

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

<sup>1</sup> Gozan de la condición de mercados oficiales las cuatro bolsas (Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia), los mercados de renta fija AIAF y Mercado de Deuda Pública en Anotaciones y los mercados de productos derivados MEF (MEFF RV y MEFF RF) y MFAO. Tienen reconocida la condición de SON el mercado de valores latinoamericanos Latibex y las plataformas de negociación electrónica de renta fija SENAF Y MTS España.

to de completar la investigación o de realizar actuaciones complementarias. Durante el año 2004 se elaboraron 210 informes, de los que 47 fueron remitidos a los órganos anteriormente citados.

### 12.1.1. Actuaciones destacadas en los distintos mercados

#### Renta variable

Cuando el supervisor sospecha que la cotización de un valor está siendo afectada por información no diseminada con una amplitud suficiente, decide interrumpir la negociación. En 2004, la CNMV acordó 74 suspensiones de cotización que afectaron a un total de 57 sociedades emisoras. Como se aprecia en el cuadro 12.2, el grueso de las suspensiones se produjo para asegurar una adecuada difusión de información relevante. En todos los casos, la suspensión se mantuvo sólo por el tiempo imprescindible para garantizar la finalidad de la medida.

La calidad de la supervisión en el mercado bursátil exige una permanente adaptación de los sistemas de captura y tratamiento de la información, así como del sistema de señales de alerta. Durante el pasado ejercicio, la Dirección de Mercados Secundarios diseñó nuevas aplicaciones informáticas para el seguimiento de la contratación y mejoró de manera sustancial sus bases de datos, en particular las referentes a informes de analistas. Igualmente, la citada Dirección empezó ya a diseñar nuevas señales de supervisión para el análisis del contenido del carné de órdenes del mercado, así como otras señales que rastrearán la existencia de los comportamientos de manipulación de precios relacionados en la Directiva de Abuso de Mercado.

La CNMV prestó el pasado año una atención especial a las operaciones de arbitraje entre derechos de suscripción y acciones en las ampliaciones de capital, con la finalidad de asegu-

rar un adecuado alineamiento de sus respectivas cotizaciones. También fueron objeto de atención preferente las operaciones de préstamo de valores, examinándose su relación con la operativa en los mercados de contado. El préstamo de valores constituye una actividad de gran utilidad para promover la liquidez y la eficiencia del mercado, pero requiere un adecuado seguimiento de la misma, tanto por razones de control de riesgos como para evitar potenciales efectos negativos en la formación de los precios en contado. Los informes de supervisión han profundizado, asimismo, en la interacción entre operaciones de renta variable en contado y operaciones en derivados y renta fija (bonos convertibles).

#### Renta fija

Como en años anteriores, la CNMV efectuó un estrecho seguimiento de las operaciones con participaciones preferentes en el mercado AIAF, sobre todo en el tramo minorista, donde han sido frecuentes las reclamaciones presentadas por la valoración aplicada. El grueso de las reclamaciones se concentraba en las emisiones a tipo de interés fijo, con mayores dificultades de valoración que las emisiones a tipo variable. Debe señalarse que la mayoría de las emisiones a tipo fijo fueron amortizadas a lo largo del año y el resto lo serán en 2005, por lo que cabe esperar un descenso de las reclamaciones.

En respuesta a reclamaciones presentadas por inversores de una entidad emisora afectada por un procedimiento de insolvencia, la CNMV adoptó diversas iniciativas encaminadas a facilitar el cobro de las cantidades impagadas por parte de los bonistas y la baja de los títulos del registro de anotaciones en cuenta de la emisión.

Desde hace algunos años se observa una creciente actividad emisora en el extranjero de las sociedades españolas y de sus filiales en el ámbito de la renta fija. Ante la dimensión que ha cobrado esta actividad, las Direcciones de Mercados Pri-

Cuadro 12.2  
Suspensiones temporales de cotización en bolsa

	2003	2004
Número de emisores suspendidos	50	57
Número de suspensiones	80	74
Por presentación de OPA	9	8
Por difusión de información relevante	61	60
Por finalización plazo aceptación OPA de exclusión	3	5
Otras	7	1

marios y Mercados Secundarios diseñaron en 2004 un plan para su seguimiento sistemático. El principal objetivo de la iniciativa es recopilar información potencialmente útil tanto para el mercado, como para la actuación supervisora de la CNMV en el mercado nacional<sup>2</sup>.

### Productos derivados

En lo que respecta al seguimiento de los mercados de productos derivados, hay que destacar, en primer lugar, el esfuerzo para establecer procedimientos que impidan la asignación arbitraria de operaciones. A este fin, se remitió una carta por parte de la Dirección General de Entidades, en la que se exigía el establecimiento de procedimientos internos adecuados que evitasen los conflictos de interés entre los clientes y la entidad, y entre unos clientes y otros, a la hora de asignar operaciones.

En esta misma línea, cabe señalar las actuaciones destinadas a evitar la utilización indebida de los mercados como vía para compensar liquidaciones de efectivo correspondientes a operaciones OTC. En este tipo de prácticas, los mercados se utilizan para generar resultados de manera artificial mediante la realización de operaciones de compraventa entre dos contrapartidas sin que los participantes modifiquen su posición abierta, ya que se produce la compra y la venta de un mismo volumen sobre un único contrato en la misma sesión. El resultado se genera a consecuencia de la diferencia de precios entre las operaciones.

Asimismo, el seguimiento de la negociación permitió detectar operaciones de autoagresión en la cuenta propia de algunos miembros; es decir, operaciones en las que el miembro aparecía a la vez como parte compradora y parte vendedora. Se comprobó que las operaciones estaban motivadas principalmente por ciertas rigideces operativas de los sistemas de negociación que, en algunos casos, dificultaban una rápida respuesta del miembro a movimientos imprevistos en los precios de los instrumentos financieros negociados. No obstante, se indicó a los miembros en cuestión que este tipo de prácticas no resultaban apropiadas porque podían ser utilizadas como vehículo de prácticas abusivas dada su influencia sobre los volúmenes y precios del mercado.

### 12.1.2. Unidad de vigilancia de mercados

La Unidad de Vigilancia de Mercados (UVM) está especializada en la investigación de las prácticas abusivas del mercado, particularmente la manipulación de precios y el uso indebido de información privilegiada. Sus investigaciones tienen la doble finalidad de prevenir la existencia de conductas inapropiadas y facilitar la persecución de aquellas que efectivamente se hayan producido. Con frecuencia, constituyen un escalón intermedio entre las actuaciones de seguimiento del mercado referidas en el apartado anterior y la actuación disciplinaria.

Las investigaciones de la UVM en 2004 afectaron a 446 personas, de las que 158 eran personas físicas y 288 jurídicas.

Cuadro 12.3

#### Actuaciones de la Unidad de Vigilancia de Mercados en 2004

	Número	
	2003	2004
<b>Personas investigadas</b>	<b>379</b>	<b>446</b>
Personas físicas	176	158
Personas jurídicas	203	288
<b>Actuaciones desarrolladas en las investigaciones</b>	<b>1.054</b>	<b>507</b>
Requerimientos	993	438
Peticiónes de colaboración a organismos extranjeros	19	26
Tomas de declaración	24	24
Inspecciones realizadas	18	19
<b>Actuaciones posteriores</b>	<b>6</b>	<b>13</b>
Advertencias y comunicaciones previas de posibles incumplimientos	3	9
Apertura de expediente	3	4
Otras	0	0

<sup>2</sup> Así, por ejemplo, el seguimiento de las cotizaciones de instrumentos de renta fija en mercados exteriores de un determinado emisor nacional ayudará a evaluar la formación de precios en el mercado español para instrumentos idénticos, o muy cercanos, del mismo emisor.

Como se aprecia en el cuadro 12.3, las actuaciones emprendidas entrañaron la remisión de un elevado número de requerimientos, así como la realización de entrevistas e inspecciones y la solicitud de colaboración internacional.

Algunas investigaciones dieron lugar a actuaciones posteriores, siendo las más relevantes las siguientes:

- *Apertura de cuatro expedientes sancionadores.* El Comité Ejecutivo de la CNMV decidió la apertura de dos expedientes sancionadores por posible utilización de información privilegiada, otro por obstrucción a la labor inspectora de la CNMV<sup>3</sup> y el cuarto por la comunicación de diversas participaciones significativas de un consejero de una sociedad cotizada en el marco de una operación societaria relevante.
- *Emisión de nueve advertencias:*
  - A una ESI, por intermediar o colocar entre sus clientes productos de alto riesgo, sin comunicarlo a la CNMV, si bien no se estimó finalmente que concurriesen los requisitos de registro obligatorio de un folleto de emisión.
  - A una sociedad cotizada, por comunicar hechos relevantes sobre una ampliación de capital sin identificar la existencia de nuevos accionistas significativos, si bien dicha información constaba en el Registro de Participaciones Significativas.
  - A un accionista significativo de una sociedad cotizada, por mantener su operativa habitual en valores de dicha sociedad en el marco de una operación societaria relevante, si bien finalmente se estimó que no concurrían los requisitos de utilización de información privilegiada.
  - Las advertencias restantes, a diversas ESI y entidades participantes en Iberclear, por realizar puntualmente operaciones carentes de sentido económico que no alte-

ron la libre formación de los precios ni afectaron a sus clientes.

## 12.2. Supervisión de entidades

### 12.2.1. Supervisión de las empresas de servicios de inversión

La supervisión de las ESI se centra en tres aspectos fundamentales para la protección de los inversores y el ordenado funcionamiento del sector: la solvencia, el cumplimiento de las normas de conducta y la verificación de los medios disponibles, los procedimientos y los sistemas de control interno de las entidades. La CNMV desarrolla su actividad supervisora en estas materias a través de dos vías complementarias: el análisis de la información remitida por las propias entidades y la supervisión *in situ*.

Durante el pasado año, la actuación supervisora dio lugar a la remisión de un total de 1.290 requerimientos, de los cuales 871 se produjeron por solicitud de información, 225 por retrasos en el traslado de información a la CNMV y 194 para exigir medidas correctoras o formular recomendaciones. Como se aprecia en el cuadro 12.4, casi las tres cuartas partes de los requerimientos tuvieron su origen en la denominada supervisión *a distancia*, esto es, en el análisis de la información remitida por las entidades.

#### Solvencia y otros requisitos prudenciales

Las ESI deben cumplir determinados requisitos en materia de recursos propios (solvencia), liquidez y diversificación de riesgos, cuya finalidad principal es asegurar el cumplimiento de sus compromisos con terceros, especialmente con sus clientes. Dada su importancia, la CNMV dedica siempre una atención preferente a esta faceta de la supervisión, a la que suele denominarse supervisión prudencial.

Cuadro 12.4

#### Supervisión de ESI: requerimientos remitidos por la CNMV en 2004

Tipo de requerimiento	Actuaciones		
	A distancia	In situ	Total
Por información fuera de plazo	225	–	225
Solicitud de información	586	285	871
Medidas correctoras o recomendaciones	133	61	194
<b>Total</b>	<b>944</b>	<b>346</b>	<b>1.290</b>

<sup>3</sup> En conexión con uno de los dos expedientes por información privilegiada.

Cuadro 12.5

**Empresas de servicios de inversión. Margen de cobertura de los recursos propios sobre el coeficiente de solvencia<sup>(1)</sup> en 2004**

	Margen total <sup>(2)</sup>	Margen medio <sup>(3)</sup>		Número de entidades según el margen				
		Importe <sup>(2)</sup>	% (4)	< 50%	< 100%	< 200%	< 500%	≥ 500%
<b>Sociedades de valores</b>	<b>795.917</b>	<b>16.582</b>	<b>491,70</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>16</b>	<b>18</b>
Miembros de bolsa	663.491	17.460	474,25	2	5	4	12	15
No miembros de bolsa	132.426	13.243	602,84	1	2	0	4	3
<b>Agencias de valores</b>	<b>94.352</b>	<b>1.715</b>	<b>209,51</b>	<b>12</b>	<b>14</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>12</b>
Miembros de bolsa	31.281	2.406	397,12	1	2	2	2	6
No miembros de bolsa	63.071	1.502	169,74	11	12	5	8	6
<b>Sociedades gestoras de cartera</b>	<b>14.103</b>	<b>672</b>	<b>107,12</b>	<b>5</b>	<b>1</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>4</b>
<b>Total</b>	<b>904.372</b>	<b>7.293</b>	<b>410,97</b>	<b>20</b>	<b>22</b>	<b>16</b>	<b>32</b>	<b>34</b>

(1) Diferencia entre recursos propios computables y recursos propios exigibles a efectos del coeficiente de solvencia.

(2) Miles de euros.

(3) Promedio ponderado por los recursos propios exigibles de cada entidad.

(4) En porcentaje sobre los recursos propios exigibles.

El cumplimiento de los requisitos prudenciales ha cobrado si cabe una mayor relevancia durante los últimos años, debido al negativo impacto sobre el sector de la evolución de las bolsas durante el período 2000-2003, principalmente. Los resultados del sector en 2004<sup>4</sup> confirman la mejoría ya observada el año anterior, pero la recuperación es todavía desigual entre los distintos tipos de entidades. En particular, debe señalarse que algunas sociedades gestoras de cartera no habían alcanzado todavía, al cierre del ejercicio, un equilibrio entre los ingresos generados por sus actividades ordinarias y sus gastos de estructura.

Las dificultades específicas de algunas entidades no impidieron que el sector, en su conjunto, presentase una situación

claramente positiva en el cumplimiento del requisito de solvencia, como se aprecia en el cuadro 12.5. A 31 de diciembre, todas las entidades cumplían dicho requisito y el grueso de ellas disponía de un amplísimo margen de cobertura (exceso de recursos propios computables sobre los exigibles). Las incidencias puntualmente detectadas a lo largo del ejercicio se resolvieron de forma satisfactoria, generalmente mediante ampliaciones de capital acompañadas en algunos casos de planes de contención de gastos y de una reorientación del negocio.

La supervisión prudencial de las ESI se realiza tanto en base individual como en base consolidada. En el primer caso, debe reseñarse que en 2004 se efectuó un seguimiento especial de las entidades con márgenes de solvencia ajustados, gene-

Cuadro 12.6

**Grupos consolidables: número de grupos de cada tipo**

	Grupos		Entidades	
	2003	2004	2003	2004
<b>Total</b>	<b>53</b>	<b>54</b>	<b>514</b>	<b>517</b>
Subgrupos de entidades de crédito. Entidades de crédito no residentes <sup>(1)</sup>	12	14	123	145
Sociedades y agencias de valores <sup>(2)</sup>	18	18	258	253
Otras entidades financieras <sup>(3)</sup>	23	22	133	119
<b>Total</b>	<b>53</b>	<b>54</b>	<b>514</b>	<b>517</b>
Grupos con cinco o más entidades	30	24	424	442
Grupos con menos de cinco entidades	23	30	90	75

(1) Título I del Real Decreto 1343/1992.

(2) Título II del Real Decreto 1343/1992.

(3) Título IV del Real Decreto 1343/1992.

<sup>4</sup> Véase capítulo 8.

Cuadro 12.7

**Número de entidades de cada tipo integradas en los grupos consolidables**

	2003		2004	
	Número	%	Número	%
Representantes de sociedades y agencias de valores	110	21,4	104	20,1
Gestoras de IIC y FTH	66	12,8	62	12,0
Agencias de valores	56	10,9	54	10,4
Sociedades de valores	29	5,6	28	5,4
Holdings	33	6,4	35	6,8
Instrumentales	30	5,8	29	5,6
Asesoría y consultoría	14	2,7	12	2,3
Gestoras de cartera	7	1,4	7	1,4
Gestoras de fondos de pensiones	19	3,7	19	3,7
Servicios informáticos	5	1,0	11	2,1
Tenedoras de inmuebles	1	0,2	2	0,4
Otras financieras <sup>(1)</sup>	42	8,2	42	8,1
Otras entidades	102	19,8	112	21,7
<b>Total</b>	<b>514</b>	<b>100,0</b>	<b>517</b>	<b>100,0</b>

(1) Comercialización de planes de pensiones y jubilación, comercialización de seguros, broker de divisa, SIM, entidades sin actividad o en liquidación.

ralmente entidades de reciente creación. El seguimiento incluía, entre otros extremos, la revisión y, en su caso, la adaptación de los planes de negocio presentados en los proyectos de constitución con la finalidad de asegurar su viabilidad mediante un equilibrio patrimonial duradero y estable.

En cuanto a la supervisión en base consolidada, se siguió realizando un esfuerzo en la definición e idoneidad de los perímetros y métodos de consolidación aplicados. En el ejercicio 2004 se observó una tendencia a reorganizar y simplificar la estructura de los grupos de ESI, aunque persiste un elevado número de estos grupos de carácter horizontal, sin matriz consolidable o con intereses considerados como minoritarios, pero con un peso importante en el patrimonio y los resultados a nivel consolidado o agregado.

Dentro, asimismo, de la supervisión en base consolidada, debe señalarse que, en algunos casos, se ha detectado la utilización de períodos de amortización de los fondos de comercio superiores a los máximos permitidos en las normas contables específicas para las ESI y sus grupos, más restrictivos que los permitidos a las sociedades anónimas de régimen común.

Los reajustes derivados de esta ampliación indebida de plazos no afectan al nivel de solvencia, pero sí tienen, con frecuencia, un impacto significativo en los resultados de los grupos consolidables y, en algunos casos, también en los resultados de las sociedades y agencias de valores integradas en ellos.

#### **Orden Ministerial sobre la materialización de los saldos transitorios de clientes**

De acuerdo con el Real Decreto sobre Régimen Jurídico de las ESI<sup>5</sup>, las sociedades y agencias de valores deben tener invertidos los saldos acreedores de carácter instrumental y transitorio de sus clientes en categorías de activos líquidos y de bajo riesgo, cuya determinación se confía al Ministerio de Economía. El pasado año, con la participación de la CNMV, empezó a elaborarse el borrador de una orden ministerial que atribuye a la CNMV la aprobación de tales categorías de activos y que ha sido aprobada en 2005<sup>6</sup>.

La Orden Ministerial desvincula la definición de activos aptos para la inversión de los saldos transitorios de clientes de la definición de activos computables para el coeficiente de liquidez

<sup>5</sup> Párrafo primero del número 2 del artículo 29 del Real Decreto 867/2001, de 20 de julio, sobre régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión.

<sup>6</sup> Orden EHA/848/2005, de 18 de marzo, por la que se determina el régimen de la inversión de los saldos de las cuentas acreedoras de carácter instrumental y transitorio que las sociedades y agencias de valores mantengan con sus clientes. BOE de 6 de abril de 2005.

e impone para los primeros unas condiciones más restrictivas que las contempladas en la normativa actual para los segundos. Se pretende, de esta manera, reducir los riesgos inherentes a estas inversiones y dotarlas de la máxima liquidez. Asimismo, con el fin de salvaguardar los fondos de los clientes en situaciones de crisis de la entidad que pudieran ponerlos en riesgo, se prevé que la CNMV pueda adoptar medidas cautelares, como restringir las inversiones en determinadas categorías de activos o exigir que se desvincule la titularidad de las cuentas de clientes de la titularidad de las cuentas de la entidad.

### Normas de conducta

Dentro de las actuaciones de supervisión sobre el cumplimiento de las normas de conducta por parte de las ESI, destacan las dirigidas a comprobar; (i) la correcta llevanza del registro de operaciones y del archivo de justificantes de órdenes; (ii) la formalización de las relaciones con la clientela mediante contratos; (iii) la calidad de la información suministrada a los clientes, y (iv) la publicidad y correcta aplicación de tarifas.

El pasado año, la CNMV volvió a detectar deficiencias en estas materias, detección que en algunos casos tuvo su origen en el análisis de las reclamaciones y consultas presentadas por los inversores. A través de esta vía se pudo comprobar, por ejemplo, la existencia de incorrecciones en la formalización contractual de las relaciones con los clientes y en la llevanza de los registros de órdenes. En este sentido, también debe señalarse que la creciente utilización de los canales telemáticos para la recepción y transmisión de órdenes, así como para la remisión de información periódica a los clientes sobre sus operaciones, dio lugar a un cierto número de reclamaciones y actuaciones específicas de supervisión.

La prevención de los conflictos de interés constituye el núcleo central de las normas de conducta. La CNMV ha constatado que una de las principales fuentes generadoras de conflictos de este tipo se halla en las deficiencias de los procedimientos de desglose y asignación de operaciones por cuenta de clientes. Por este motivo, la Dirección General de Entidades remitió en noviembre una carta a los presidentes de las ESI en la que se indicaban diversos criterios a tener en cuenta en el diseño de tales procedimientos. Dado que el problema afectó

igualmente a las entidades de crédito que prestan servicios de inversión y a las sociedades gestoras de IIC, se remitió a estas entidades una comunicación en idéntico sentido<sup>7</sup>.

### Medios, procedimientos y sistemas de control interno

Las ESI deben disponer de medios suficientes para ejercer las actividades para las que cuentan con autorización. Asimismo, sus procedimientos y sistemas de control deben garantizar un adecuado seguimiento de los riesgos a los que se enfrentan estas entidades (riesgos de mercado, contrapartida, operativos, legales, etc.). Para verificar el cumplimiento efectivo de estas obligaciones, la CNMV analiza los informes en esta materia de los auditores y del órgano de control interno de las entidades<sup>8</sup> y realiza controles específicos.

Las ESI cuentan, en general, con medios y procedimientos adecuados. No obstante, durante el pasado año se observaron en algunas entidades deficiencias en los siguientes aspectos:

- Debilidades en la captación de los agentes de representación y en el seguimiento de su operativa. En algunos casos, las deficiencias de control determinaron que actuaciones irregulares de los agentes derivasen en quebrantos importantes para las entidades, así como la presentación de reclamaciones y demandas por parte de sus clientes. La CNMV realizó un esfuerzo importante para que las ESI reforzasen este tipo de controles internos e instó a las entidades a prever en sus procedimientos la adopción de medidas ágiles para la detección y corrección de posibles incidencias.
- Debilidades, en algunos casos no imputables a los procedimientos de conciliación y verificación de las propias ESI, en los procedimientos de control del depósito de valores de clientes, si bien en general las incidencias se resolvieron satisfactoriamente. En estos casos, la CNMV instó a un reforzamiento de los controles internos, principalmente a través de conciliaciones periódicas de estos saldos con información de terceros.
- Procedimientos no adecuados en el establecimiento de límites a la financiación de clientes que, en algunos casos, ocasionaron problemas de morosidad con incidencia en los resultados de la entidad.

<sup>7</sup> En el punto «Conflictos de Interés» del apartado 2.3 de este capítulo se describen las recomendaciones principales de la carta remitida en el ámbito de IIC, cuyo contenido es similar a la remitida a las ESI.

<sup>8</sup> Los informes de los auditores son el informe anual complementario al de auditoría de cuentas y, en su caso, las recomendaciones que los auditores hubiesen remitido a las entidades tras la revisión de las cuentas anuales. Por su parte, el informe del órgano de control interno se refiere al cumplimiento de la Circular 1/1998, de 10 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre sistemas internos de control, seguimiento y evaluación continuada de riesgos.

- Ausencia de barreras entre diferentes áreas de actividad que podrían llegar a ocasionar conflictos de interés.

#### Modificación de los requisitos de información de carácter reservado que las ESI remiten a la CNMV

El Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores aprobó, en su sesión del 31 de marzo de 2004, la Circular 2/2004, por la que se modifica parcialmente la Circular 5/1990, de 28 de noviembre, sobre normas contables, modelos reservados y públicos de los estados financieros, y cuentas anuales de carácter público de las sociedades y agencias de valores.

La nueva Circular, que se aplicó por primera vez a los estados correspondientes al 30 de junio de 2004, introduce diversas novedades respecto a la Circular 5/1990, entre las que cabe destacar las siguientes:

- Se incluye en su ámbito de aplicación a las sociedades gestoras de cartera, que deberán confeccionar sus estados reservados y la memoria de cuentas anuales siguiendo los mismos criterios contables, modelos y periodicidad aplicables a las sociedades y agencias de valores.
- Se establece el sistema CIFRADO/CNMV como medio obligatorio para la remisión de los estados reservados a la CNMV.
- Se incluyen tres nuevos modelos de estados reservados sobre: (i) volúmenes, comisiones aplicadas e inversiones realizadas en relación con la gestión de carteras de terceros; (ii) ciertos desgloses complementarios a las cuentas de orden sobre la actividad de depósito de valores por cuenta de terceros, y (iii) detalles sobre las comisiones aplicadas en la intermediación, clasificadas por tipo de cliente.
- Se exige el desglose de la información sobre carteras gestionadas y el depósito de valores de terceros entre clientes cubiertos y no cubiertos por el Fondo de Garantía de Inversiones.
- Se definen las rúbricas de los estados reservados de las ESI que habrán de tomarse en cuenta para determinar anualmente la base de cálculo de las aportaciones al Fondo de Garantía de Inversiones y se establece que los criterios de contabilización y valoración de los importes que formarán parte de dicha base vendrán siempre determinados por esta Circular<sup>9</sup>.

- La contabilización y registro del depósito de valores se realizará a precios de mercado.

#### 12.2.2. Supervisión de las normas de conducta en la prestación de servicios de inversión por parte de las entidades de crédito

Las entidades de crédito desempeñan un papel esencial en la comercialización de valores negociables y otros instrumentos financieros dirigidos a los pequeños inversores españoles. Con la finalidad de proporcionar una adecuada protección a estos inversores, la CNMV empezó a diseñar el pasado año un plan para la supervisión de estas actividades, en las que resulta exigible el cumplimiento de las normas de conducta.

El plan de supervisión, cuya aplicación se ha iniciado en 2005, se centrará principalmente en la comprobación de los siguientes extremos:

- La existencia de procedimientos formales en relación con la comercialización de productos financieros, procedimientos que deben incluir una política claramente definida de formación de los empleados que intervienen en la actividad de comercialización.
- La existencia, también, de procedimientos formales para la identificación del perfil de riesgo del inversor, y que existe concordancia entre los perfiles de riesgo declarados y los riesgos efectivamente asumidos por los inversores.
- La adecuada información a los inversores de las características de los productos comercializados, y si se hace entrega de toda la información y documentación contractual preceptiva.

#### 12.2.3. Supervisión de las instituciones de inversión colectiva

La supervisión de las IIC se centra en cinco grandes apartados: las normas prudenciales, la información a los inversores, la prevención de los conflictos de interés, los medios, procedimientos y controles internos de los gestores y la actuación de las entidades depositarias. En el caso de las IIC inmobiliarias, la supervisión de estos vehículos de inversión requiere, además, el establecimiento de controles que tengan en cuenta la naturaleza de sus inversiones.

En 2004 la CNMV acometió sus tareas supervisoras en este sector con un marco legislativo incompleto, al no contar toda-

<sup>9</sup> Al mismo tiempo, queda derogada la Circular 2/2001, de 23 de noviembre, sobre información a facilitar a la Sociedad Gestora del Fondo y sobre valoración de valores e instrumentos no cotizados, a efectos de determinación de la base de cálculo de la aportación conjunta anual al Fondo.

Cuadro 12.8

**Supervisión de las IIC: requerimientos remitidos por la CNMV en 2004**

Tipo de requerimiento	Actuaciones		
	A distancia	In situ	Total
Por información fuera de plazo	346	–	346
Solicitud de información	646	154	800
Medidas correctoras o recomendaciones	457	92	549
<b>Total</b>	<b>1.449</b>	<b>246</b>	<b>1.695</b>

vía con el correspondiente desarrollo reglamentario de la nueva Ley de IIC<sup>10</sup>. En previsión de tal eventualidad, la propia Ley señalaba en su Disposición Transitoria Primera que, en tanto se publicase el nuevo Reglamento de IIC, permanecían en vigor «*las normas reglamentarias dictadas al amparo de*» la Ley de IIC anterior «*en tanto no se opongan a esta Ley*». Ello obligó a un análisis, para cada uno de los aspectos regulados, que pusiera en relación lo contemplado en la nueva Ley y lo regulado previamente en normas de rango inferior, con el objetivo de concluir sobre la normativa vigente.

En el curso de sus actividades de supervisión, la CNMV remitió durante el pasado ejercicio un total de 1.695 requerimientos, de los cuales 800 tuvieron como motivo la solicitud de información adicional a efectos de supervisión, 346 por retrasos de las gestoras en la comunicación de información y 549 para señalar medidas correctoras o formular recomendaciones.

**Requisitos prudenciales**

Las inversiones de las IIC están sujetas a límites que intentan asegurar, fundamentalmente, una adecuada diversificación de los activos y la disponibilidad de liquidez suficiente para atender los reembolsos sin tener que realizar para ello desinversiones no basadas en criterios de gestión. Además se les exige un patrimonio y un número de partícipes mínimo que aseguren el carácter colectivo de estos vehículos de inversión, pues no debe olvidarse que las IIC reciben, por este motivo, un tratamiento fiscal específico.

Dentro de sus actuaciones en el ámbito prudencial, la CNMV prestó el pasado año una especial atención al cumplimiento de los coeficientes de inversión y liquidez, a la idoneidad de los activos de inversión y a la verificación de los límites a la

operativa con productos derivados. Asimismo, se establecieron controles específicos sobre el capital y patrimonio de las sociedades de inversión.

En relación con la idoneidad de los activos, debe señalarse que la actuación supervisora se centró fundamentalmente en las inversiones en productos estructurados, con la finalidad de detectar activos subyacentes no aptos, y en las inversiones en otras IIC, con la finalidad de comprobar si la IIC objeto de la inversión ofrecía una liquidez adecuada.

Cabe reseñar, asimismo, que en el pasado ejercicio se realizó un análisis específico sobre la imputación en las IIC de créditos fiscales derivados de la existencia de bases imponibles negativas pendientes de compensar. Este control tenía como objetivo comprobar si las imputaciones correspondían a créditos cuya realización futura estuviese razonablemente asegurada, de forma que sólo se activasen créditos fiscales cuando se generasen resultados positivos (bases imponibles positivas) que permitiesen la compensación fiscal de las bases imponibles negativas existentes.

La actuación de la CNMV en materia prudencial incluye también el control de los requisitos de solvencia de las sociedades gestoras de IIC, entre los que destacan las obligaciones sobre recursos propios mínimos y la existencia de límites en inversiones propias. La situación económico-financiera del sector resulta positiva en su conjunto, lo que no obsta para que la CNMV efectúe un estrecho seguimiento de la misma. Los análisis que se realizan al respecto pretenden anticipar eventuales incumplimientos en materia de recursos propios. Cuando se detecta esta posibilidad, la CNMV puede requerir a la entidad la presentación de un plan de prevención.

<sup>10</sup> Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.

### Información a los inversores

Como en años anteriores, la CNMV prestó una atención destacada a la información pública periódica de las IIC con la finalidad de constatar que los partícipes disponen de información suficiente y adecuada sobre sus inversiones. Cabe mencionar, de modo especial, las recomendaciones transmitidas a las entidades gestoras para que éstas reforzasen el contenido de los apartados correspondientes a la vocación inversora y al informe de gestión. Se pretendía con ello alcanzar una mayor transparencia respecto a las decisiones de gestión adoptadas y a la rentabilidad obtenida por la institución.

### Conflictos de interés

Las actuaciones encaminadas a prevenir los conflictos de interés y, en su caso, detectar y sancionar su resolución inadecuada cobran una particular importancia en el ámbito de las IIC, donde una parte sustancial del patrimonio de los partícipes y accionistas de los vehículos de inversión está administrado por sociedades gestoras encuadradas en grupos empresariales con amplias actividades en los mercados financieros. Por tanto, uno de los puntos de atención principal en la actuación supervisora es el de los servicios prestados a las IIC, de forma esporádica o permanente, por parte de personas vinculadas o entidades pertenecientes al grupo en el que se encuadra la gestora.

Durante el pasado año, las principales actuaciones de la CNMV en relación con los conflictos de interés fueron las siguientes:

- *Análisis de los gastos repercutidos a los fondos*, tanto por comisiones de gestión y depósito como de auditoría, intermediación u otros conceptos. Se verificó el respeto a los límites legales y particulares de cada IIC para tales gastos, así como su correcta periodificación y, en su caso, adecuada imputación al fondo. En especial, se efectuó un análisis tendente a detectar la imputación de gastos que no se correspondieran con servicios efectivamente prestados e imprescindibles para el normal funcionamiento de las IIC. Asimismo, se realizaron controles tendentes a conocer los costes de intermediación soportados por las IIC, con especial atención a los repercutidos por entidades del grupo de la sociedad gestora.
- *Análisis de operaciones vinculadas*, con el fin de comprobar si este tipo de operaciones se realizan: (i) en interés exclusivo del partícipe; (ii) a precios de mercado; (iii) ajustadas a los procedimientos internos de las gestoras reco-

gidos en su Reglamento Interno de Conducta, y (iv) acompañadas de una información adecuada al inversor. Los controles se centraron en las comisiones de intermediación repercutidas por intermediarios del grupo y en la adquisición de valores por cuenta de las IIC con una participación destacada de una entidad del grupo<sup>11</sup>.

- *Procedimiento de asignación y desglose de operaciones*. Se ha verificado la disponibilidad por las gestoras de procedimientos internos que garanticen la inexistencia de arbitrariedad en la asignación de posiciones entre las IIC gestionadas cuando las órdenes de las operaciones son globales o no identifican a la IIC para la que se ordena la operación. Con la finalidad de que la hiciese extensiva a sus asociados y promoviese una mejora general de estos procedimientos, se remitió en noviembre una carta a la asociación de gestoras en el sector, Inverco, en la que se hace hincapié en las siguientes recomendaciones:
  - Se debe garantizar que la decisión de inversión a favor de una determinada IIC se adopta con carácter previo a su transmisión al intermediario y, en consecuencia, sin el conocimiento previo del resultado de la operación.
  - La gestora debe disponer de criterios preestablecidos de distribución o desglose de operaciones basados en principios de equidad y no discriminación.
  - El cumplimiento de los anteriores requisitos debe quedar acreditado documentalmente, de manera objetiva, verificable y no manipulable.
  - Por último, las pautas de actuación deben estar recogidas en los procedimientos de control interno aprobados por el Consejo de Administración de la sociedad gestora, y en consecuencia, su cumplimiento ha de ser objeto de revisión por el órgano responsable del control interno.
- *Análisis específicos para la detección de prácticas discriminatorias en las operaciones de suscripción y reembolso*, que pueden afectar especialmente a fondos muy volátiles. Estas prácticas consisten en la aceptación de operaciones de suscripción o reembolso de participaciones a precios diferentes a los que, de acuerdo con la normativa general y la del propio fondo, correspondería asignar, con objeto de favorecer a un determinado inversor<sup>12</sup>. Hasta la fecha no se han detectado prácticas de este tipo en España.

<sup>11</sup> Adquisiciones contra la cuenta propia de la entidad o adquisiciones en mercado primario u OPV, con participación de la entidad como colocador o asegurador.

<sup>12</sup> Dentro de este tipo de prácticas, una de las más conocidas es la realización de operaciones de suscripción y reembolso en horario no hábil para el público de forma general (*late trading*), con la finalidad de permitir que un inversor o un grupo de inversores determinado se beneficie de información generada en los mercados tras la finalización del citado horario y que todavía no se refleja en el valor liquidativo.

### Medios, procedimientos y control interno

Durante el pasado ejercicio, la CNMV promovió la mejora de los medios disponibles por las gestoras y la continua adecuación de sus procedimientos y sistemas de control interno. Entre las actuaciones de mayor trascendencia llevadas a cabo por la CNMV se encuentran las relacionadas con la prevención de los conflictos de interés, de las que ya se ha dado cuenta en el punto anterior (gastos repercutidos por entidades del grupo, análisis de las operaciones vinculadas y mejora de los procedimientos de asignación de operaciones). Cabe resaltar, además, las dos actuaciones siguientes:

- *Análisis sistemático de rentabilidades.* Estos controles permitieron detectar deficiencias en los sistemas de control internos de las entidades gestoras y errores puntuales de valoración. En determinadas ocasiones las incidencias detectadas afectaban al valor liquidativo de la IIC y, en consecuencia, tenían una repercusión directa sobre los inversores. Como en años anteriores, se constató que la inexistencia de una regulación específica sobre el tratamiento de los errores en el cálculo del valor liquidativo propicia la aplicación de soluciones heterogéneas por parte de las gestoras.
- *Valoración de activos.* En este apartado se analizó el cumplimiento de la normativa sobre procedimientos de valoración alternativa para activos de renta fija cuya su cotización no es representativa de la evolución de los precios de mercado. Con la finalidad de asegurar el cálculo correcto de los valores liquidativos se revisaron los sistemas de valoración establecidos por las entidades gestoras, con especial atención a los procedimientos de valoración de las acciones preferentes y sistemas de revisión de calificación de los emisores de los valores de renta fija en la cartera de las IIC. Adicionalmente, se efectuó una revisión de la valoración de opciones OTC adquiridas por los fondos garantizados, tanto en el momento de la adquisición de estos productos como durante la vida del fondo garantizado.

### Supervisión de los depositarios de IIC

La CNMV supervisa las condiciones de custodia y, de manera muy especial, el cumplimiento de las obligaciones de control respecto a las sociedades gestoras que la Ley de IIC atribuye a los depositarios. Las actuaciones supervisoras se realizan mediante visitas a las entidades y se centran fundamentalmente en los siguientes objetivos:

- Comprobación de que las entidades depositarias cuentan con los medios adecuados para realizar las funciones que la normativa les exige.
- Supervisión de la actividad de custodia de los valores integrantes del patrimonio de las IIC, con especial atención a los casos de cesión de la custodia a terceros, en los que se exige a la entidad cedente el establecimiento de los debidos controles.
- Verificación de que los depositarios cuentan con un sistema de comunicación de anomalías a la CNMV, de forma que, al menos, se comuniquen las incidencias: (i) que estén expresamente contempladas en la Ley de IIC o en la Orden de 30 de julio de 1992, sobre precisión de las funciones y obligaciones de los depositarios; (ii) aquellas que puedan afectar al valor liquidativo de las IIC para las que ejerzan la función de depositario; (iii) cualquier otra que suponga un incumplimiento sancionado por la normativa, y (iv) todas aquellas que habiendo sido comunicadas a la sociedad gestora no hayan sido rectificadas por ésta.
- Examen de los controles establecidos por el depositario para supervisar los criterios, fórmulas y procedimientos utilizados por la sociedad gestora en el cálculo del valor liquidativo de las participaciones.
- Verificación de la existencia de soporte documental para las comprobaciones realizadas por el depositario.

La supervisión *in situ* de los depositarios de IIC se inició en 2002 y tanto en 2003 como en 2004 se apreció un significativo aumento del número de incidencias comunicadas por estas entidades, lo que sugiere que el programa de visitas está contribuyendo a una mayor asunción de sus responsabilidades por parte de los depositarios.

### Supervisión de IIC inmobiliarias

Dentro de las tareas específicas de supervisión de las IIC inmobiliarias cabe destacar el seguimiento de los informes de tasación. De modo particular la atención de la CNMV se centró en la revisión de informes en los que se observaban oscilaciones especialmente erráticas de los valores de tasación, o en los que se ponía de manifiesto una discrepancia en relación con el precio realmente pactado en las operaciones no suficientemente justificada. En algunas ocasiones se requirió a las entidades de tasación para que aportasen información y aclarasen técnicamente las valoraciones realizadas.

#### 12.2.4. Supervisión de entidades de capital-riesgo

Atendiendo a las características de estas entidades y al perfil de sus inversores, la supervisión que se efectúa sobre las mismas se limita a la revisión de sus auditorías anuales y al análisis de sus estados reservados, con la finalidad de verificar el cumplimiento de determinados coeficientes legales. Debe señalarse que esta labor se ve dificultada por la ausen-

cia de un desarrollo normativo de rango inferior que aporte una mayor precisión sobre la forma en que deben computarse los límites legales. Para compensar esta dificultad y asegurar el tratamiento más homogéneo posible del sector en esta materia, la CNMV traslada a los sistemas de control interno de las entidades las incidencias detectadas, sugiere las actuaciones correctoras y efectúa un estrecho seguimiento de su aplicación.

#### **12.2.5. Supervisión de las sociedades gestoras de fondos de titulización**

La supervisión de las sociedades gestoras de fondos de titulización (SGFT) se centró en 2004 en comprobar la suficiencia de sus medios humanos y técnicos, así como la existencia de sistemas adecuados de control. En cuanto a los fondos administrados, se revisó especialmente el cumplimiento de las condiciones generales pactadas en el momento de su constitución. De modo concreto, se efectuaron controles: (i) para verificar que los flujos de entrada y salida de efectivo se realizaban en las fechas estipuladas en las condiciones de funcionamiento de cada fondo; (ii) para analizar las actuaciones llevadas a cabo en caso de retrasos en los pagos por parte de los cedentes, así como la gestión de cobros en caso de fallidos; (iii) para verificar el cumplimiento de los compromisos adquiridos por cada fondo en relación con la información periódica a remitir a la CNMV y a las agencias de calificación, y (iv) para cerciorarse de que no existían desfases ni en los pagos de intereses y principal de cada una de las series de bonos ni en la prelación de pagos considerada.

#### **12.2.6. Colaboración en la prevención del blanqueo de capitales**

De acuerdo con el Convenio de Colaboración suscrito entre la CNMV y el Servicio Ejecutivo de la Comisión de Prevención del Blanqueo de Capitales e Infracciones Monetarias (SEPBLAC) en junio de 2003, la CNMV supervisó el pasado año el grado de cumplimiento de las obligaciones en materia de prevención de blanqueo de capitales, tanto por parte de las ESI como de las IIC. En particular, se comprobó la existencia en las entidades de los órganos de control interno y de comunicación previstos en el convenio.

Como consecuencia de la actuación supervisora, la CNMV puso en conocimiento del SEPBLAC situaciones en las que pudieran

haberse producido incidencias en el cumplimiento de las obligaciones en materia de prevención del blanqueo de capitales.

Debe señalarse, asimismo, que en enero de 2005 entró en vigor el nuevo reglamento de la Ley de Prevención del Blanqueo de Capitales<sup>13</sup>.

<sup>13</sup> Real Decreto 54/2005, de 21 de enero, por el que se modifica el Reglamento de la Ley 19/1993, de 28 de diciembre, sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales, aprobado por el Real Decreto 925/1995, de 9 de junio, y otras normas de regulación del sistema bancario, financiero y asegurador.

## [13] Atención al inversor

### 13.1. Los defensores del cliente en las entidades financieras

La Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero<sup>1</sup> estableció una serie de medidas protectoras de los clientes de servicios financieros, entre ellas la obligación de las entidades financieras (entidades de crédito, ESI y empresas de seguros) de atender y resolver las quejas y reclamaciones presentadas por sus clientes. A este efecto, las entidades financieras deben contar con un departamento o servicio de atención al cliente, pudiendo designar, además, voluntariamente, un defensor del cliente. La nueva Ley de Instituciones de Inversión Colectiva<sup>2</sup> extendió también esta obligación a las sociedades gestoras de IIC.

Los requisitos exigibles, tanto a los departamentos o servicios de atención al cliente como al defensor del cliente, así como el procedimiento a seguir en la resolución de quejas y reclamaciones, han sido regulados mediante un Real Decreto y una Orden Ministerial aprobados en febrero y marzo, respectivamente, de 2004<sup>3</sup>.

El Real Decreto establece que el reglamento para la defensa del cliente deberá ser aprobado por el Consejo de Administración u órgano equivalente de la entidad financiera, pudiendo ser ratificado posteriormente por la Junta general u órgano equivalente. El Reglamento deberá recoger como mínimo la duración del mandato del Defensor de Cliente, las causas de incompatibilidad, inelegibilidad y cese, y la obligatoria asistencia del resto de departamentos de la entidad, así como el procedimiento para dar trámite a las reclamaciones y quejas, cuyo plazo máximo de resolución se fija en dos meses.

La Orden Ministerial permite que las entidades que formen parte de un mismo grupo económico puedan disponer, si así lo desean, de un único departamento de atención al cliente para todo el grupo, así como un único reglamento que regu-

le la actividad de dicho servicio o departamento o, en su caso, del Defensor del Cliente, así como la relación de éste con los anteriores. Varias empresas de servicios de inversión se han acogido ya a esta posibilidad y han optado por adherirse a los reglamentos para la defensa del cliente de la empresa dominante en su grupo, generalmente un banco, una caja de ahorros o una compañía de seguros.

Las entidades deben informar al público sobre la existencia del departamento o servicio de atención al cliente y, en su caso, del Defensor del Cliente. Asimismo deben hacer público el Reglamento para la defensa del cliente. Además, los departamentos de atención al cliente y, en su caso, el Defensor del Cliente deberán presentar un informe anual ante el Consejo de Administración de la entidad sobre el desarrollo de su función. Como mínimo, un resumen de este informe deberá integrarse en la memoria anual de la entidad.

Durante 2004 las entidades han comunicado a la CNMV el nombre de los titulares de estos departamentos y las direcciones donde deberán presentarse las quejas y reclamaciones. Esta información está a disposición del público en la página web de la CNMV. Por lo que se refiere a los reglamentos para la defensa del cliente, se han ido poniendo a disposición del público una vez aprobados formalmente por las entidades y verificados por la CNMV.

### 13.2. Consultas y reclamaciones ante la CNMV

#### 13.2.1. Oficina de Atención al Inversor de la CNMV

La Oficina de Atención al Inversor tiene como principal objetivo facilitar información, orientación y asesoramiento a los inversores sobre: (i) cuestiones de interés general relativas a sus derechos como usuarios de servicios financieros en materia de transparencia y protección de la clientela y los cauces legales para su ejercicio; (ii) la normativa vigente, en la medida en que

<sup>1</sup> Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero.

<sup>2</sup> Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.

<sup>3</sup> Real Decreto 303/2004, de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de los comisionados para la defensa del cliente de servicios financieros y Orden ECO/734/2004, de 11 de marzo, sobre los departamentos y servicios de atención al cliente y el Defensor del Cliente de las entidades financieras.

afecte al funcionamiento de los servicios financieros de los que son usuarios, y (iii) en general, cualquier cuestión relacionada con materias de competencia de la CNMV.

En muchas ocasiones, la Oficina de Atención al Inversor ayuda a resolver conflictos entre las entidades financieras y sus clientes en una fase temprana, evitando la interposición de reclamaciones ante los servicios de atención al cliente de las entidades. A partir de las informaciones y documentos aportados por los inversores, la CNMV puede instar a la corrección de determinadas actuaciones por parte de las entidades e iniciar, incluso, actuaciones supervisoras.

El número de consultas atendidas durante el año 2004 ascendió a 13.420, un 9,3% menos que en 2003 (véase cuadro 13.1). Del total, 188 se recibieron en la delegación de la CNMV en Cataluña. El conjunto más numeroso de consultas se refiere a la información de los registros públicos y la página web. Los procesos de exclusión y suspensión de la negociación de valores y las ofertas públicas de adquisición y venta que tuvieron lugar en 2004<sup>4</sup> suscitaron un número importante de consultas. El mayor conocimiento del nuevo régimen de tributación de los traspasos entre instituciones de inversión colectiva hizo descender considerablemente el número de consultas referidas a las IIC. También es destacable la reducción de las consultas sobre entidades no registradas («chiringuitos financieros») y el hecho de que buena parte de éstas tuvieran un carácter preventivo al realizarse con anterioridad a la firma de los contratos pertinentes.

### 13.2.2. Servicio de Reclamaciones

La CNMV viene ofreciendo desde su creación un servicio de atención a las reclamaciones de los inversores, relacionadas

con sus intereses y derechos reconocidos legalmente. El Servicio de Reclamaciones, después de escuchar a la entidad reclamada y recabar de ella la información que se considera necesaria, analiza los hechos expuestos y la documentación aportada por las partes y emite un informe final con conclusiones claras sobre posibles conductas incorrectas que envía al reclamante y a la entidad reclamada. Todos los asuntos suscitados por las reclamaciones son puestos en conocimiento de las direcciones competentes de la CNMV para su valoración.

Hay que destacar que la CNMV no tiene competencias para resolver controversias de carácter privado, ni atender peticiones indemnizatorias. Estas cuestiones deben dirigirse a los juzgados y tribunales de justicia. El Servicio de Reclamaciones realiza una labor de orientación a los reclamantes sobre sus derechos y las vías de reclamación.

Las reclamaciones suponen, además, una fuente de información para la CNMV sobre el funcionamiento y la actuación de las entidades supervisadas y, en algunos casos, han aportado los primeros indicios de algún incumplimiento o quebrantamiento de normas de ordenación y disciplina de los mercados de valores.

En 2004, la CNMV atendió un total de 763 reclamaciones, un número claramente inferior a las 1.355 reclamaciones de 2003 (véase cuadro 13.2). Como se aprecia en el cuadro 13.3, una parte importante de las reclamaciones tuvieron que ver con temas relacionados con valores (principalmente en operaciones y en comisiones y gastos) y con los fondos de inversión, en su mayoría por aspectos relacionados con la información suministrada al partícipe, el procedimiento de traspaso entre IIC y el reembolso. Las reclamaciones derivadas de las

Cuadro 13.1

#### Consultas: distribución por tema de consulta 2004

	2000	2004	% variación
Información de la CNMV	4.149	3.657	-11,9
Legislación	2.726	2.269	-16,8
Valores (renta fija, variable, otros)	2.383	2.728	14,5
ESI y entidades de crédito	1.012	797	-21,2
Entidades no registradas	1.081	779	-27,9
Instituciones de inversión colectiva	1.046	643	-38,5
Otros	2.401	2.547	6,1
<b>Total consultas atendidas</b>	<b>14.798</b>	<b>13.420</b>	<b>-9,3</b>

<sup>4</sup> Las solicitudes de información sobre Avanzit, S.A. en los diferentes períodos en los que sus acciones permanecieron suspendidas de negociación, la OPA formulada por Centros Comerciales Carrefour, S.A. sobre sus propias acciones por solicitud de exclusión o la situación de mercado atravesada por Terra Networks, S.A., contribuyeron al citado aumento.

Cuadro 13.2

**Entidades contra las que se reclama**

	Nº de reclamaciones		%	
	2003	2004	2003	2004
Sociedades rectoras y organismos supervisores	–	2	–	0
Entidades financieras	1.290	712	95	93
Bancos y cajas de ahorro	1.019	620	75	81
Sociedades y agencias de valores	99	75	7	10
SGC, SGIIC y sociedades de inversión mobiliaria	172	17	13	2
Entidades no registradas	14	28	1	4
Emisores de valores	41	12	3	2
Otros	10	9	1	1
<b>Total</b>	<b>1.355</b>	<b>763</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Cuadro 13.3

**Contenido de las reclamaciones 2004**

	Nº de reclamaciones	%
Emisiones de valores	74	9,7
OPA	5	0,6
Acontecimientos de la vida societaria	12	1,6
Fondos de inversión	277	36,3
Valores	307	40,2
Cotizaciones, frecuencia, liquidez, etc.	6	0,8
Gestión de carteras	12	1,6
Entidades no registradas	25	3,3
Otros	45	5,9
<b>Total</b>	<b>763</b>	<b>100,0</b>

Cuadro 13.4

**Resumen del resultado de las reclamaciones**

	Nº de reclamaciones		%	
	2003	2004	2003	2004
<b>Reclamaciones con pronunciamiento o resolución</b>	<b>600</b>	<b>501</b>	<b>44</b>	<b>65</b>
Avenimiento/allanamiento <sup>(1)</sup>	159	118	12	15
Informe favorable al reclamante	122	80	9	10
Informe desfavorable al reclamante	297	296	22	39
Desistimiento del reclamante	22	7	1	1
<b>Reclamaciones que no precisan pronunciamiento</b>	<b>648</b>	<b>248</b>	<b>48</b>	<b>33</b>
Transmisión de información al reclamante <sup>(2)</sup>	594	196	44	26
Caducidad <sup>(3)</sup>	11	10	1	1
Fuera de las competencias de la CNMV	43	42	3	6
<b>Pendientes</b>	<b>107</b>	<b>14</b>	<b>8</b>	<b>2</b>
<b>Total</b>	<b>1.355</b>	<b>763</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

(1) Acuerdo entre las partes.

(2) La información que la CNMV transmite al reclamante resuelve la incidencia.

(3) Reclamaciones anónimas o sin dirección, lo que impide su tramitación.

emisiones de valores tuvieron que ver nuevamente, en su mayor parte, con los contratos de compra/venta de opciones.

El cuadro 13.4 resume el resultado de las reclamaciones presentadas. Una buena parte de los casos necesitó un pronunciamiento por parte de la CNMV y, de éstos, fueron mayoría los que se resolvieron con un informe desfavorable para el reclamante. Respecto a las reclamaciones que no precisaron pronunciamiento, que fueron proporcionalmente bastante más reducidas que en 2003, una parte importante se resolvió mediante la transmisión de información al reclamante.

### Reclamaciones particularmente significativas

- *Comisiones y gastos*

Las discrepancias sobre las comisiones y gastos por los servicios de inversión prestados suscitaron un gran número de reclamaciones. Su casuística es muy variada, si bien en todas se evidenció un déficit de información sobre las tarifas o gastos repercutibles por las entidades.

Los inversores deben conocer que, si bien las entidades tienen libertad para establecer sus tarifas, éstas tienen que plasmarlas en un folleto informativo claro de tarifas máximas que deben poner a disposición del público en todas sus sucursales y exhibirlas en sus tablones de anuncios<sup>5</sup>. La CNMV realiza un control a priori para verificar si cumplen los requisitos establecidos por la normativa. Adicionalmente, las entidades deben hacerles entrega de una copia del folleto de las comisiones y gastos repercutibles aplicables a la operación que hayan concertado con la entidad, no siendo admisible la remisión genérica al folleto de tarifas.

En cualquier caso, el cobro de servicios deberá responder a servicios efectivamente prestados y aceptados u ordenados en firme por el cliente. Además, cualquier modificación de las tarifas deberá ser comunicada a los clientes, que dispondrán de un plazo mínimo de dos meses para modificar o cancelar la relación contractual, sin que le sean de aplicación las nuevas tarifas modificadas.

- *Traspaso de inversiones entre instituciones de inversión colectiva*

Transcurridos dos años desde la entrada en vigor de la normativa fiscal que incorporaba la posibilidad de realizar traspasos entre IIC sin tener que tributar por ello, sigue existiendo un número nada despreciable de consultas, quejas y reclamaciones sobre el procedimiento seguido. Las quejas se refieren fundamentalmente a retrasos en el traspaso.

Debe tenerse en cuenta que cualquier retraso impide la disponibilidad de las participaciones durante el período de retraso y puede tener incidencia en los valores liquidativos aplicables al reembolso del fondo de origen y a la suscripción del fondo de destino, así como en las comisiones de reembolso y/o suscripción correspondientes.

- *Fondos de inversión garantizados*

Las reclamaciones presentadas en relación con los fondos de inversión garantizados evidenciaron una vez más la falta de información clara de los inversores o clientes. Las quejas se refirieron, por un lado, al cobro de comisiones de reembolso y, por otro, a la necesidad de dar una orden de reembolso de las participaciones al término de la garantía. De ello se deduce la necesidad de que las entidades informen de manera clara, correcta, precisa y suficiente a sus clientes en el momento de la suscripción de los fondos garantizados. En concreto, es importante que se informe de lo siguiente:

- Si se desea liquidar la inversión al vencimiento de la garantía sin comisión de reembolso, deberá darse una orden de reembolso el día en que vence la garantía, pues ésta es la que vence y no el fondo.
- Las gestoras de fondos, al vencimiento de la garantía, realizan de forma general modificaciones en las condiciones y características del fondo y constituyen una nueva garantía por otro período de varios años, por lo que una vez introducidas dichas modificaciones el reembolso lleva aparejado una importante comisión. Sin embargo, el inversor deberá tener en cuenta que:
  - a) Durante el período comprendido entre el vencimiento de una garantía y la constitución de la siguiente, los reembolsos pueden realizarse al valor liquidativo del día en que se soliciten, sin comisión de reembolso.
  - b) La modificación de las características de un fondo de inversión genera para sus partícipes el derecho a separarse del mismo, sin comisión de reembolso, al valor liquidativo del día en que tal modificación les sea comunicada. Este derecho de separación puede ejercerse en el plazo de un mes a partir de dicha comunicación.

- *Contratos de compra/venta de opciones*

Las reclamaciones sobre estos contratos denotan el desconocimiento de su alcance y condiciones por los clien-

<sup>5</sup> También están disponibles en la página web de la CNMV ([www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)).

tes, porque no se ha formalizado debidamente el contrato, porque no se ha entregado un ejemplar del contrato, o porque el reclamante no ha leído o entendido lo que firmaba. Para evitar estas situaciones, la CNMV recomienda la lectura detallada del contrato antes de comprometerse a suscribir el producto.

- *Entidades no registradas*

En esta rúbrica se incluyen dos situaciones. Una primera se refiere a las consultas y reclamaciones de empresas que no estando inscritas en el registro de la CNMV parecen prestar algún tipo de servicio de inversión o desarrollan alguna de las actividades complementarias reservadas a las entidades registradas. En este sentido, hay que aclarar que no todas las actividades complementarias están sujetas a requisitos de autorización administrativa y supervisión y, de hecho, una parte de las reclamaciones que se recibieron correspondieron a servicios que no requieren tal autorización, circunstancia de la que se informó a los reclamantes.

Otro caso distinto es el de las empresas que actúan en áreas exclusivamente reservadas a las entidades registradas<sup>6</sup>. Lamentablemente, muchas de las reclamaciones recibidas en la CNMV relacionadas con este tipo de entidades se producen cuando el cliente ya ha perdido toda o gran parte de la inversión. No obstante, estas reclamaciones son esenciales para poder perseguir a los infractores y evitar que otros inversores resulten también perjudicados.

### 13.3. Formación e información al inversor

La CNMV dedica una especial atención a las actividades de carácter formativo dirigidas a los inversores con el fin de que sean conscientes de los derechos que les amparan y de las responsabilidades que han de asumir en el seguimiento de las inversiones.

#### 13.3.1. Guías del Inversor

Continuando con la línea editorial de ejercicios anteriores, la CNMV editó en 2004 dos nuevas guías del inversor: *Qué debe saber de... las órdenes de valores* y *Qué debe saber de... opciones y futuros*, de las que ha distribuido 26.426 y 27.419 ejemplares de cada una de ellas. Igualmente, a lo largo del ejercicio, se han reeditado otras guías anteriores.

Las guías publicadas hasta la fecha son las siguientes:

- *Qué debe saber de... opciones y futuros* (2004).
- *Qué debe saber de... las órdenes de valores* (2004).
- *Qué debe saber de... los derechos y responsabilidades del accionista* (2002).
- *Qué debe saber de... los productos de renta fija* (2002).
- *Qué debe saber de... los chiringuitos financieros* (2002).
- *Qué debe saber de... las empresas de servicios de inversión* (2002).
- *Qué debe saber de... los fondos de inversión y la inversión colectiva* (2002).

Cuadro 13.5

#### Guías del inversor: número de acuerdos de difusión y número de ejemplares distribuidos

	Nº acuerdos	Nº ejemplares	%
Mercados: bolsas y MEFF	5	68.850	26,0
Oficina de Asistencia al inversor (CNMV)	—	46.265	17,5
Asociaciones de consumidores	8	9.978	3,8
Entidades del mercado de valores:	163	125.066	47,1
Sociedades de valores	39	39.988	15,1
Agencias de valores	37	18.930	7,1
SGC	17	8.960	3,4
SGIIC	65	52.300	19,7
Sucursales ESI extranjeras	5	4.888	1,8
Entidades de crédito <sup>(1)</sup>	14	10.549	4,0
Universidades y otros centros docentes	19	4.377	1,7
<b>Total</b>	<b>209</b>	<b>265.085</b>	<b>100,0</b>

(1) Un buen número de ellas a través de sus ESI.

<sup>6</sup> «Chiringuitos financieros».

Asimismo, es de destacar la cooperación del sector en el compromiso de hacer llegar las guías a los inversores, materializado en 209 acuerdos de colaboración (163 con entidades del mercado de valores). A través de estos acuerdos y hasta diciembre de 2004 se han distribuido gratuitamente más de 265.000 ejemplares al inversor final (véase cuadro 13.5). También se ha promovido su difusión a través de distintos medios de comunicación y se han exportado formatos electrónicos de las mismas a distintas webs institucionales y privadas. Todas ellas se encuentran disponibles en inglés<sup>7</sup>.

### 13.3.2. Cumbres del Inversor

A lo largo del año 2004, la CNMV desarrolló tres «Cumbres del Inversor», en las que el presidente se dirigió directamente a los inversores y atendió sus consultas. Entre los objetivos principales de las mismas está el conseguir que los inversores verifiquen que la entidad con la que van a contratar esté autorizada para el servicio pretendido, que exijan la documentación legal y, por supuesto, que lean y comprendan los contratos que firman. Las principales características de estas cumbres se describen a continuación:

- «Perspectivas y oportunidades del Mercado de Valores» (Terrassa). La CNMV congregó a más de 400 personas, en colaboración con Caixa Terrassa.
- «Retos y oportunidades del inversor actual» (Burgos). La asistencia fue similar y se desarrolló en colaboración con la Caja Rural de Burgos.
- «Protegiendo al inversor: lo que debemos saber» (Málaga). Contó con la colaboración de la Embajada británica en España y Barclays Bank y congregó en torno a 300 inversores de la Costa del Sol, con especial asistencia de residentes británicos en la zona. Con un objetivo central de prevención frente a las entidades que prestan servicios de inversión sin la autorización preceptiva, se revisaron las técnicas que utilizan éstas en la captación de clientes y se incentivó la consulta y la interpretación del alcance de los distintos tipos de advertencias que difunde la CNMV respecto a estas entidades.

### 13.3.3. Otras actividades divulgativas

En 2004 se impartieron más de 30 conferencias al público, en unos casos para dar a conocer el servicio que la CNMV ofrece a los inversores, y en otros para promover el conocimiento sobre determinadas materias. Estas participaciones se desarrollaron en colaboración con asociaciones de consumidores, colegios profesionales, universidades públicas y privadas, entida-

des financieras, fundaciones y bolsas de valores, en distintos puntos de la geografía española buscando la máxima dispersión y alcance. Asimismo, cabe destacar las actividades realizadas durante 2004 a través de los medios de comunicación —radio y prensa—, tanto de ámbito nacional como local.

## 13.4. Advertencias sobre entidades no autorizadas

En 2004, la CNMV difundió entre los inversores las siguientes comunicaciones sobre entidades no registradas: (i) una advertencia sobre un intermediario no registrado sujeto a expediente sancionador, al amparo de lo dispuesto en el artículo 64.7 de la LMV; (ii) 14 comunicaciones, en las que se alerta de la existencia de un total de 18 entidades que no se encuentran inscritas en los registros de la CNMV para prestar servicios de inversión, en virtud de lo establecido en el artículo 13 de la LMV, que exige de la CNMV la difusión de cuanta información sea necesaria para asegurar la protección de los inversores, y (iii) 103 comunicaciones recibidas de organismos de supervisión de otros países, al amparo de la cooperación internacional, en los que se advierte de la existencia de 231 intermediarios no registrados (véase anexo A.III.1).

## 13.5. Actuaciones de especial interés en los ámbitos de la calidad de la información y en las prácticas de comercialización

Durante el pasado año, la CNMV desarrolló diversas iniciativas de especial interés en el ámbito de la comercialización de valores y de otros productos financieros encomendados a su supervisión, inspiradas en buena parte por las consultas y reclamaciones de los inversores. Las actuaciones que aquí se comentan se refieren tanto a la información transmitida a los inversores a través de los folletos informativos y las campañas publicitarias, como a las prácticas de venta de los intermediarios financieros.

### 13.5.1. Folletos de emisión y OPV

Se ha elevado el nivel general de exigencia en la redacción de los folletos informativos. Estos esfuerzos se han centrado especialmente en las emisiones de participaciones preferentes, deuda subordinada y contratos de compra/venta de opcio-

<sup>7</sup> Sección «Rincón del Inversor» de la página web de la CNMV ([www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)).

nes (anteriormente denominados contratos financieros atípicos). A continuación, se señalan brevemente las principales novedades introducidas:

- *Participaciones preferentes.* Del análisis de la información puesta a disposición de los suscriptores de participaciones preferentes, se detectó que este instrumento se comercializaba como si se tratara de un producto de renta fija, cuando no lo es. Por ello, se han redactado con más precisión y sencillez las características principales y los riesgos asociados a estos valores, recogidas tanto en el tríptico informativo, como en el capítulo 0 de sus folletos<sup>8</sup>. Se indica expresamente que: (i) su remuneración no es un dividendo, sino un tipo de interés, cuyo pago está condicionado a que la entidad consiga beneficios; (ii) que en supuestos extremos de insuficiencia patrimonial de la entidad emisora o garante, ésta podría liquidar la emisión por un valor inferior al nominal, con la consiguiente pérdida para sus titulares sobre el principal invertido; (iii) que se trata de valores perpetuosos, y (iv) que no confieren derechos políticos. Asimismo, se ha introducido una advertencia<sup>9</sup> en el folleto informativo del emisor en la que se indica expresamente que el adjetivo «preferente» que la legislación española otorga a este producto no significa que sus titulares sean acreedores «privilegiados», sino prácticamente lo contrario: en el orden de la prelación sus tenedores se sitúan por detrás de todos los acreedores del emisor (incluso detrás de los tenedores de obligaciones subordinadas). Sólo tienen preferencia respecto a los accionistas.
- *Deuda subordinada.* En los folletos de emisión de estos valores, se ha hecho un especial hincapié en clarificar el orden que ocupan estos valores en relación con la prelación del crédito.
- *Contratos de compra/venta de opciones.* Teniendo en cuenta la peculiar naturaleza de estos contratos y su proliferación desde el año 2000, la CNMV ha analizado la información contenida en los folletos informativos registrados en la CNMV y proporcionada por las entidades emisoras a sus clientes. Se concluyó que ésta viene siendo, en algunos aspectos, confusa e imprecisa al aplicar a operaciones que se caracterizan por tener como elemento básico y común la transmisión de una o varias opciones de compra o venta entre el cliente y la entidad, una terminología y un esquema conceptual propio del contrato de depósito bancario.

Así, en el caso concreto de las entidades de crédito emisoras de estos contratos, la CNMV ha pedido que aclaren en la redacción del folleto las imprecisiones conceptuales detectadas, de modo que se ha optado por sustituir la denominación de «contrato financiero atípico» por «contrato emitido por entidades de crédito», evitando denominaciones o nombres comerciales, así como descripciones que puedan inducir a confusión con otros productos como depósitos o imposiciones, de naturaleza financiera distinta. Asimismo, se debe desglosar con propiedad y precisión los distintos componentes de la operación (opciones compradas y/o vendidas y el importe inmovilizado), la remuneración atribuida a cada uno de dichos componentes (primas cobradas y/o pagadas y rendimientos del importe inmovilizado), así como la rentabilidad global de cada contrato.

### 13.5.2. Folletos informativos de los fondos de inversión

Se han introducido determinados matices en los folletos, especialmente en el caso de fondos garantizados. A pesar de la popularidad de este producto, algunas de sus características no eran percibidas por los inversores en todo su alcance. Así, ahora se incluyen en los folletos menciones expresas al hecho de que sólo hay garantía en una fecha determinada, de manera que los inversores sólo obtendrán el capital y/o la rentabilidad garantizados si mantienen su inversión hasta ese momento (fecha de vencimiento de la garantía). Como consecuencia de ello, los reembolsos antes del vencimiento no están garantizados y suelen conllevar una penalización en forma de comisión de reembolso.

Asimismo, cuando resulta procedente, se informa sobre la TAE efectiva que cabe esperar de la inversión, ya que este concepto es más comprensible para el inversor que las fórmulas que suelen emplearse para el cálculo de la revalorización (a menudo basada en la evolución de índices, cestas de valores, etc.). Para poder relacionar esta rentabilidad esperada con los costes asociados al fondo, se incluye también una estimación del porcentaje del patrimonio que supondrán las comisiones de gestión, depósito y otros gastos durante todo el período garantizado.

### 13.5.3. Publicidad sobre los productos y servicios de inversión

Ante la influencia de las campañas publicitarias en la toma de decisiones de inversión por parte de los inversores, la CNMV ha considerado necesario realizar un seguimiento sobre los

<sup>8</sup> Este capítulo únicamente se exige cuando los valores poseen características especiales. En el caso de las participaciones preferentes, este capítulo se exige en virtud del alto riesgo de estos valores.

<sup>9</sup> En virtud del artículo 20.6 del Real Decreto 291/1992.

mencionados anuncios. El marco legal bajo el que se efectúa este seguimiento se encuentra en el artículo 94<sup>10</sup> de la Ley del Mercado de Valores. El citado artículo establece que la CNMV podrá desarrollar, previa habilitación del Ministerio de Economía, las normas especiales a que habrá de sujetarse la publicidad de los productos y servicios de inversión<sup>11</sup>.

Además, el citado artículo 94 encomienda a la CNMV el ejercicio de las acciones procedentes para conseguir la cesación o rectificación de la publicidad de los productos y servicios de inversión «que en general deba reputarse ilícita conforme a las normas generales en materia publicitaria», sin perjuicio de las sanciones que resulten aplicables, al estar tipificado como infracción grave<sup>12</sup>. En este ámbito, la CNMV ha venido realizando dos tipos de actuaciones:

- Análisis previo de la publicidad. Los trámites de registro de los folletos (en el caso de fondos de inversión, emisiones u OPV) suelen ser aprovechados por los emisores o comercializadores para recabar la opinión de la CNMV sobre la posible ilicitud de las actividades promocionales previstas. En estos casos, la Dirección de Inversores realiza un análisis de la publicidad previo al lanzamiento de la misma. Se trata de un procedimiento ágil que permite a los anunciantes realizar sus inversiones en publicidad con la seguridad de estar respetando los criterios de claridad, veracidad y equilibrio exigidos por el supervisor.
- Análisis posterior de la publicidad por parte de la CNMV y solicitud, en su caso, de modificación de las distintas campañas.

Durante 2004, la CNMV analizó un total de 122 campañas publicitarias: en 114 ocasiones la verificación fue previa a su lanzamiento y únicamente en ocho se realizó un control posterior. El reducido número de controles posteriores es debido a las dificultades para tener conocimiento sobre determinados tipos de publicidad bien porque esté restringida a un ámbito territorial determinado, bien por utilizar soportes exclusivos para los clientes (correo ordinario o electrónico) o bien por otras circunstancias que impiden un conocimiento generalizado de los mensajes publicitarios. El 11% de las campañas analizadas no fueron lanzadas finalmente por los anunciantes por diversas razones: renuncia a la emisión del producto, colocación del mismo sin necesidad de publicidad, etc.

#### 13.5.4. Calidad de la información en la comercialización de valores

El control de la información que las entidades transmiten a su clientela, así como el establecimiento de mecanismos que favorezcan la calidad y disponibilidad de la misma, es una pieza relevante para la protección del inversor. De los análisis efectuados acerca del estado de la información que recibe un inversor cuando desea contratar un producto, se han puesto de manifiesto deficiencias en relación con:

- Los canales internos de distribución de la información.
- Los contenidos de la información transmitida.
- La asociación del nivel de riesgo del producto con el perfil de riesgo del inversor.
- Los conocimientos y el nivel de formación de las redes de venta.

Con el fin de mejorar todos los aspectos relacionados con la calidad de la información que recibe el cliente en la comercialización de valores, la CNMV mantuvo en 2004 reuniones con más de 60 entidades financieras (cajas de ahorro, SGIC, SAV, etc.). El objetivo de las mismas fue crear planes de actuación para solventar las deficiencias señaladas. En octubre de 2004, nueve entidades habían implantado estos procedimientos de aplicación a todos los comerciales y controlables por los departamentos responsables de su seguimiento, mientras que el resto se encontraba en distintas fases de implantación o desarrollo de estos proyectos.

Como se señaló en el epígrafe 12.2.2, como continuación de estos esfuerzos por mejorar la calidad de la información que reciben los clientes, la CNMV decidió incorporar a sus planes de supervisión un plan especial destinado a verificar el cumplimiento por las entidades de crédito de las normas de conducta aplicables a la comercialización de valores.

#### 13.5.5. Otras actuaciones destinadas a reforzar la protección del inversor en las actividades de comercialización

##### Comunicaciones a sociedades emisoras y entidades comercializadoras

Como en años anteriores, la CNMV se dirigió a los emisores y entidades financieras participantes en la colocación de emisiones a través de amplias redes de comercialización y/o de

<sup>10</sup> Modificado por la Ley de Acompañamiento de los Presupuestos Generales del Estado de 2004.

<sup>11</sup> En la actualidad se halla en avanzado estado de elaboración una Orden Ministerial que, entre otros contenidos, habilita a la CNMV para desarrollar las normas citadas.

<sup>12</sup> Art. 100 I) de la LMV.

productos escasamente conocidos por el público (participaciones preferentes, bonos de titulización, etc.). Durante 2004 la CNMV remitió 247 comunicaciones recordando las prácticas exigibles en este tipo de operaciones y, en particular, la necesidad de tener a disposición del público el folleto y tríptico informativos, de promover una información adecuada entre la clientela, así como de la observancia de determinadas normas de conducta.

#### Requerimiento de órdenes de suscripción

La CNMV requirió para su análisis 230 órdenes de suscripción cursadas en distintas sucursales, seleccionadas aleatoriamente entre las entidades colocadoras de emisiones y OPV, al objeto de verificar si las órdenes cumplían con todos los requisitos establecidos en el correspondiente folleto informativo. Se revisaron, asimismo, otros aspectos relevantes en la formalización y ejecución de las órdenes. Se comprobó que todas las órdenes analizadas cumplían con los requisitos del folleto. Sin embargo, en algunos casos, los resultados del análisis en materia de formalización y ejecución, sin ser plenamente concluyentes, suscitaron dudas acerca de la correcta actuación de las entidades.

### 13.6. Fondo de Garantía de Inversiones

En 2004 no se produjeron nuevas declaraciones de incumplimiento derivadas de situaciones de insolvencia de ESI, por lo que la Sociedad Gestora del Fondo de Garantía de Inversiones se ha centrado en la tramitación de reclamaciones relacionadas con casos anteriores a la constitución del Fondo<sup>13</sup>. Al cierre del ejercicio, la Sociedad Gestora había analizado cerca del 93% de las más de nueve mil reclamaciones presentadas. De éstas, cerca de 7.800 se aceptaron, lo que supuso realizar pagos por un importe próximo a los 60 millones de euros.

Dada la resolución de la práctica totalidad de las reclamaciones de indemnización recibidas, la Sociedad Gestora considera entre sus prioridades de trabajo la posible recuperación total o parcial de activos, al haberse subrogado en las indemnizaciones pagadas a los inversores, así como el diseño de sistemas informáticos que permitan mejorar los plazos de ejecu-

ción y la interacción entre las entidades adheridas y los reclamantes con la Sociedad Gestora.

Por lo que se refiere al régimen económico, la aportación global al Fondo presupuestada para el ejercicio 2004 ascendió a cerca de cinco millones de euros. La aportación correspondiente a cada entidad adherida se realizó según el mismo sistema de cálculo<sup>14</sup> que en 2003, según lo establecido en la Ley 53/2002, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social. Una novedad relevante en este año ha sido la ampliación del ámbito de aplicación de los sistemas de indemnización de los inversores a las SGIIC que realicen una gestión discrecional e individualizada de carteras. Esta actividad ha sido incluida en la lista de posibles servicios a prestar por las SGIIC en la nueva Ley de Instituciones de Inversión Colectiva<sup>15</sup>.

En noviembre de 2004, la Sociedad Gestora presentó ante la CNMV su presupuesto para 2005, que fue aprobado por ésta. El importe de los gastos presupuestados asciende a 905.560 euros, lo que supone un descenso del 6,59% respecto al año anterior. Los gastos de personal previstos suponen un 36,26% del total. Los únicos ingresos previstos son los derivados de la comisión de gestión, por lo que ésta se iguala a la totalidad de los gastos presupuestados.

<sup>13</sup> Las entidades declaradas en incumplimiento para poder exigir la cobertura del Fondo son hasta la fecha las siguientes: Gescartera Dinero AV, AVA Asesores de Valores, XM Patrimonios AV, Bolsa 8 AVB y Broker Balear AV.

<sup>14</sup> La aportación de cada entidad adherida al Fondo se realiza mediante la suma de un componente fijo y dos variables. El componente fijo se elige entre tres posibles importes, en función de los ingresos brutos por comisiones de la entidad. Los componentes variables se determinan en función de: (i) el efectivo y de los valores o instrumentos financieros depositados o gestionados por cuenta del público y cubiertos por la garantía, y (ii) el número de clientes cubiertos y de la indemnización máxima prevista.

<sup>15</sup> Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

## [14] Actuaciones disciplinarias

La labor de investigación y sanción completa las actuaciones de supervisión de la CNMV en la consecución de su objetivo de garantizar la integridad de los mercados de valores. En 2004 se abrieron menos expedientes sancionadores que en 2003, si bien aumentaron considerablemente el número de expedientes sancionadores concluidos.

En los expedientes incoados destacó la imputación de presuntas infracciones muy graves por incumplimiento de la obligación de comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas. Entre los expedientes concluidos, cabe destacar las nueve infracciones impuestas por el anterior concepto y otras tres infracciones graves por la realización por parte de emisores de valores de prácticas contrarias a la libre formación de precios.

En 2004 se impusieron 73 sanciones, 40 menos que el año anterior, si bien el importe de las multas económicas aumentó un 17%, hasta los 3,1 millones de euros. Además, se impuso una sanción de inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección y 14 amonestaciones.

### 14.1. Expedientes sancionadores

#### 14.1.1. Estadísticas

Durante 2004, el Comité Ejecutivo de la CNMV acordó la incoación de 27 nuevos expedientes sancionadores, en los que se investigaban un total de 34 presuntas infracciones. Asimismo, la CNMV concluyó 37 expedientes que incluían un total de 58 infracciones. De éstos, uno había sido iniciado en 2002; 27 en 2003, y 9 en 2004 (véase cuadro 14.1).

Cuadro 14.1

#### Numero de infracciones contempladas en expedientes sancionadores

	2003	2004
<b>1. Infracciones objeto de apertura de expediente</b>	<b>78</b>	<b>34</b>
• Muy graves	34	32
• Graves	44	2
• Leves	—	—
<b>2. Infracciones en expedientes concluidos</b>	<b>56</b>	<b>58</b>
<b>Infracciones muy graves</b>	<b>23</b>	<b>25</b>
• expedientes abiertos en 2002	19	—
• expedientes abiertos en 2003	4	16
• expedientes abiertos en 2004	—	9
<b>Infracciones graves</b>	<b>29</b>	<b>23</b>
• expedientes abiertos en 2002	25	1
• expedientes abiertos en 2003	4	22
• expedientes abiertos en 2004	—	—
<b>Infracciones leves</b>	<b>4</b>	<b>10</b>
• expedientes abiertos en 2003	4	10
Pro memoria:		
Número de expedientes abiertos	35	27
Número de expedientes concluidos, de los cuales	10	37
Abiertos en 2004	—	9
Abiertos en 2003	8	27
Abiertos en 2002	2	1

El número de sanciones impuestas fue de 73, de las cuales 58 fueron de carácter económico por un importe total de 3.149 miles de euros, una de inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en un plazo de cinco años y 14 correspondientes a amonestaciones públicas o privadas (véase cuadro 14.2).

En cuanto a la naturaleza de las infracciones investigadas en los diferentes expedientes incoados o concluidos en 2004, se señalan las siguientes características:

- En los expedientes incoados, destaca la imputación de 22 presuntas infracciones muy graves por incumplimiento de la obligación de comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas, un aspecto al que la CNMV ha prestado especial atención en su función de supervisión. También hay que señalar la incoación de dos expedientes por presunto uso indebido de información privilegiada por parte de dos personas físicas.
- En los expedientes concluidos, en tres de ellos se declara probada, y, por tanto, es objeto de sanción, la conducta de sociedades emisoras de valores consistente en la realización de prácticas contrarias a la libre formación de precios en los mercados de valores. En el resto de expedientes, las conductas sancionadas responden a la vulneración de normas de conducta, coeficientes y contabilidad por parte de intermediarios financieros.

#### 14.1.2. Criterios de interés

##### Participaciones significativas en sociedades cotizadas

Como se ha comentado en 2004 se acordó la iniciación de 22 expedientes sancionadores por presunto incumplimiento de la obligación de comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas. En este sentido, la normativa española establece la obligación de comunicar las adquisiciones o transmisiones de acciones admitidas a negociación en bolsas de valores en determinados supuestos. Las comunicaciones recibidas se incorporan al Registro de Comunicaciones de Participaciones Significativas —de carácter oficial y de acceso público— según lo previsto en el artículo 92 i) de la LMV. La integridad y exactitud de este Registro es esencial, en cuanto constituye un instrumento de difusión de información relevante para los inversores a la hora de tomar sus decisiones de inversión, y una herramienta de trabajo importante en el ejercicio de las funciones de supervisión de la CNMV.

Ahora bien, en nuestro ordenamiento jurídico la potestad sancionadora de la Administración se encuentra sujeta a ciertos

límites que constituyen una de las garantías fundamentales de los derechos reconocidos a los ciudadanos. Entre esas limitaciones deben destacarse las derivadas del principio de culpabilidad, cuyas exigencias deben respetarse en todo procedimiento sancionador.

Como es sabido, no basta con que en una conducta concurren todos los elementos objetivos del tipo para ser sancionable (en este caso, no comunicación o comunicación con demora en los supuestos contemplados en las normas citadas), sino que en aras al principio de culpabilidad, se exige la concurrencia de dolo o negligencia en la actuación del sujeto.

A este respecto, si bien no puede desconocerse que el artículo 130 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y Procedimiento Común, dispone que las infracciones administrativas son sancionables «aún a título de simple inobservancia», existe una reiterada jurisprudencia que, prescindiendo de la responsabilidad objetiva, exige dolo o negligencia en el administrado para que su conducta pueda ser sancionada por la Administración.

Por tanto, una vez detectado por la CNMV un presunto incumplimiento del régimen de comunicación de participaciones significativas y, por ende, acordado el inicio de un expediente sancionador, se analiza si concurre el elemento de culpabilidad necesario, para poder concluir con la apreciación en el sujeto obligado de una responsabilidad merecedora de reproche disciplinario y, por tanto, sancionable.

Excluida, en su caso, una conducta dolosa que conllevaría necesariamente una sanción, el análisis se centra en la concurrencia o no de una falta de diligencia en el cumplimiento de las obligaciones de información para con el mercado y la CNMV.

El hecho de que la LMV califique como infracción muy grave el incumplimiento del deber de información de participaciones significativas en una sociedad cotizada lleva a considerar, por elementales razones de equidad, proporcionalidad y oportunidad, que la falta de diligencia que exige el tipo de infracción debe ser igualmente grave y relevante, atendiendo a las circunstancias concurrentes.

Estas circunstancias pueden ser de carácter objetivo (en relación con la posición del sujeto en la sociedad cotizada, la trascendencia de la demora y del porcentaje de participación no comunicada en plazo y la relevancia del período en que la operación no informada se produjo), y de carácter subjetivo

Cuadro 14.2  
Sanciones impuestas

	2003		2004	
	Nº	Importe <sup>(1)</sup>	Nº	Importe <sup>(1)</sup>
I. Multa	92	2.702	58	3.149
II. Inhabilitación de administradores	–	–	1	–
III. Amonestación pública	21	–	11	–
IV. Amonestación privada	–	–	3	–

(1) Miles de euros.

Cuadro 14.3  
Tipos de infracciones en expedientes

	Abiertos		Cerrados	
	2003	2004	2003	2004
<b>INFRACCIONES MUY GRAVES</b>	<b>34</b>	<b>32</b>	<b>23</b>	<b>25</b>
I. No declaración/incorrecta comunicación de participaciones significativas	1	22	2	9
II. Realización de actividades no permitidas	6	2	5	2
III. Manipulación de precios	2	–	1	–
IV. Incumplimiento de coeficientes	9	–	1	4
V. No comunicación hechos relevantes/información engañosa, inexacta o con omisiones relevantes	3	–	2	1
VI. Incumplimiento normativa general del mercado de valores	5	3	4	3
VII. Incumplimiento normativa general de las IIC	6	–	6	4
VIII. Irregularidades contables	–	1	1	–
IX. Emisiones no registradas	2	–	1	2
X. Información privilegiada	–	2	–	–
XI. Resistencia a la actuación inspectora	–	2	–	–
<b>INFRACCIONES GRAVES</b>	<b>44</b>	<b>2</b>	<b>29</b>	<b>23</b>
I. Irregularidades contables	4	–	2	1
II. Realización de actividades no permitidas	9	–	1	2
III. Incumplimiento de coeficientes	9	–	3	10
IV. Incumplimiento normativa general del mercado de valores	–	–	2	–
V. Incumplimiento normativa general de las IIC	13	1	8	4
VI. Incumplimiento normas de conducta	8	1	13	3
VII. Manipulación de precios	1	–	–	3
<b>INFRACCIONES LEVES</b>	<b>–</b>	<b>–</b>	<b>4</b>	<b>10</b>
I. Incumplimiento normativa general del mercado de valores	–	–	4	–
II. Incumplimiento normativa general de las IIC	–	–	–	8
III. Incumplimiento de coeficientes	–	–	–	2

(en relación con el nivel de cumplimiento en general de sus deberes de información de operaciones sobre valores de la sociedad afectada y las demás circunstancias personales que hubieran podido concurrir en el sujeto obligado). Dichas circunstancias determinan, por otra parte, la gravedad en la lesión al bien jurídico protegido por la norma.

El incumplimiento de la comunicación de la participación significativa tiene especial relevancia cuando se produce en determinados períodos sujetos a investigación por una presunta existencia de uso indebido de información privilegiada u otras operaciones de posible abuso de mercado.

### La publicidad de las sanciones

Tras la reforma legislativa llevada a cabo en los últimos años en la Ley del Mercado de Valores<sup>1</sup> y en la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva<sup>2</sup>, la publicidad de las sanciones se configura como una medida o disposición legal exigida en el mercado de valores para todo tipo de sanciones graves y muy graves, siempre que la resolución que la acuerde sea firme en vía administrativa. La publicidad supone la inserción de dichas sanciones en el *Boletín Oficial del Estado* y en el registro de sanciones de la CNMV.

La LMV<sup>3</sup> recoge la exigencia de mantener un registro, oficial y de acceso público, por parte de la CNMV, en el que se hagan constar las sanciones impuestas en los últimos cinco años por la comisión de infracciones graves y muy graves a las personas físicas y jurídicas sujetas al ámbito de supervisión, inspección y sanción previsto en el Título VII de la LMV.

La publicación no es una regla integrante del procedimiento sancionador, dado que su aplicación tiene lugar precisamente cuando éste ha concluido con una resolución que declara la existencia de responsabilidad administrativa e impone una sanción. La publicidad es, por tanto, un efecto de la resolución sancionadora que ha adquirido firmeza en vía administrativa. En este momento es cuando surge la obligación de la CNMV de dar publicidad a la sanción.

Aun cuando la publicidad no es una sanción propiamente dicha, es indudable que puede resultar dañosa. La publicación de una sanción afectará siempre a ámbitos de la esfera del indivi-

duo referibles a bienes jurídicos, como el honor, la intimidad o el buen nombre del infractor, conectados con el conocimiento general del hecho de haber sido éste sancionado.

Por tanto, aunque la publicación no está tipificada propiamente como una sanción, sí se ha de afirmar su encaje en el ámbito de la expresión «*disposición sancionadora*», y aun con mayor claridad su cabida en el concepto más amplio de «*normas restrictivas de derechos individuales*», por lo que en materia de ejecución le han de ser de aplicación las mismas normas y principios que rigen para las sanciones en sentido estricto.

Por ello, la Comisión Nacional del Mercado de Valores debe publicar todas y cada una de las sanciones que al efecto se impongan una vez que sean firmes en vía administrativa si bien con pleno respeto al principio de irretroactividad de las disposiciones restrictivas o limitativas de los derechos particulares y al derecho fundamental consagrado en el artículo 24 de la Constitución Española, de tutela judicial efectiva.

Las razones expuestas justifican que durante el ejercicio 2004, la CNMV procediera a dar publicidad en el *Boletín Oficial del Estado* a las sanciones acordadas en siete expedientes sancionadores, siendo sólo las impuestas en uno de ellos incorporadas al Registro Público de Sanciones, por cuanto los hechos constitutivos de las otras infracciones sucedieron con anterioridad a la entrada en vigor de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, creadora de dicho Registro.

Finalmente, en diciembre de 2004, la CNMV acordó incorporar a su página web el citado Registro Público de Sanciones.

## 14.2. Servicio contencioso

### 14.2.1. Relaciones con los órganos jurisdiccionales

Desde su creación en 2003 por el Reglamento de Régimen Interior de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, la Dirección del Servicio Contencioso y del Régimen Sancionador tiene entre sus funciones la relación con los órganos jurisdiccionales de todo orden, destacando por su número y complejidad dos tipos de relaciones:

<sup>1</sup> La Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, añadió al artículo 103 de la LMV un nuevo párrafo sobre publicación de sanciones por infracciones graves en el *Boletín Oficial del Estado* (BOE). El artículo 102 de la LMV ya establecía una medida análoga para las sanciones por infracciones muy graves.

<sup>2</sup> La publicidad de las sanciones por infracciones muy graves y graves en el BOE está recogida en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, en su artículo 94, apartado 3. La Ley 1/1999, de 5 de enero, reguladora de las Entidades de Capital-Riesgo y de sus Sociedades Gestoras establece también la publicidad por infracciones muy graves en el BOE en su artículo 39.

<sup>3</sup> Artículo 92, letra k) de la LMV, introducido por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

- Con la jurisdicción contencioso-administrativa, en la que su actuación no se limita a la cumplimentación de los trámites que prevé la Ley Reguladora de la Jurisdicción Contencioso, Administrativa, sino que, además, se colabora durante toda la tramitación del procedimiento en la defensa de las resoluciones dictadas por la CNMV y que han sido objeto de impugnación.
- Con los juzgados y tribunales de toda índole, especialmente en el orden penal, prestando el auxilio y la cooperación que se demande, principalmente en los procesos relacionados con posibles delitos de estafa o apropiación indebida.

Cuadro 14.4

**Relación con órganos jurisdiccionales en 2004**

	Interpuestos	Resueltos
<b>Recursos administrativos</b>	<b>16</b>	<b>22</b>
Alzada	11	18
Reposición	5	4
<b>Recursos Contencioso-administrativos</b>	<b>45</b>	<b>19</b>
<b>Colaboraciones con tribunales</b>	<b>Recursos tramitados</b>	
	179	

**14.2.2. Revisión judicial de resoluciones sancionadoras**

En 2004 los tribunales emitieron 14 sentencias en relación con recursos contencioso-administrativos interpuestos contra sanciones y otras resoluciones acordadas por la CNMV o, en su caso, el Ministerio de Economía y Hacienda. En el anexo A.III.3 se resume el sentido de dichas sentencias.

**14.2.3. Cooperación internacional**

La Dirección del Servicio Contencioso y del Régimen Sancionador tiene encomendada también la función de colaboración mutua e intercambio de información con las autoridades competentes de estados extranjeros en materia de investigaciones en curso, al amparo de los acuerdos de cooperación internacional en esta materia.

Durante 2004, la CNMV formuló 26 peticiones de colaboración a reguladores extranjeros y tramitó 37 recibidas de éstos. En ambos casos, la mayoría de las solicitudes fueron generadas por la investigación de entidades no autorizadas y de posibles prácticas de abuso de mercado. En el cuadro 14.5 puede apreciarse el destino y procedencia por países, respectivamente, de ambos tipos de solicitudes.

Cuadro 14.5

## Peticiónes de apoyo internacional en el área de inspección

Peticiónes a reguladores extranjeros			Peticiónes de reguladores extranjeros		
País de destino	Año		País de procedencia	Año	
	2003	2004		2003	2004
Alemania	0	4	Alemania	1	3
Andorra	0	1	Australia	2	0
Bélgica	2	0	Bélgica	1	2
Estados Unidos	5	2	Estados Unidos	0	8
Francia	2	3	Francia	2	2
Holanda	0	1	Grecia	0	1
Hong Kong	1	0	Guernsey	0	1
Irlanda	1	0	Holanda	1	2
Islas Vírgenes Británicas	0	1	Hong Kong	0	1
Luxemburgo	2	1	Irlanda	6	1
Portugal	0	1	Jersey	3	1
Reino Unido	12	8	Luxemburgo	0	1
Suecia	1	0	Nueva Zelanda	1	1
Suiza	4	4	Portugal	0	2
			Reino Unido	9	8
			Suiza	0	3
<b>Total</b>	<b>30</b>	<b>26</b>	<b>Total</b>	<b>26</b>	<b>37</b>

Estado de las peticiónes			Estado de las peticiónes		
Cerradas	24	22	Cerradas	21	36
Pendientes	6	4	Pendientes	5	1
<b>Total</b>	<b>30</b>	<b>26</b>	<b>Total</b>	<b>26</b>	<b>37</b>

## Anexos III

### A.III.1

#### Advertencias al público sobre entidades no registradas

Fecha	Regulador	Compañía sobre la que se advierte
<b>Advertencias de la CNMV sobre entidades no autorizadas a las que se ha abierto expediente sancionador</b>		
21/06/2004	CNMV	Carlton Birtal Financial Advisory, S.L.

<b>Advertencias de la CNMV sobre entidades no autorizadas</b>		
29/11/2004	CNMV	Beckham Advisors Alliance, S.L.
25/10/2004	CNMV	Churchill Marketing and Advisory Services, S.L. European Private Equity Consultants, S.L.
18/10/2004	CNMV	Liberty First Advisory Services, S.A.
13/10/2004	CNMV	Consultores Sicra, S.L. Commodity & Futures Consulting, S.L.
11/05/2004	CNMV	Anderson Goldberg, S.L.
13/04/2004	CNMV	International Equity Consultants, S.L.
12/04/2004	CNMV	Inprolinks, S.L.
07/04/2004	CNMV	Inprolinks, S.L.
10/03/2004	CNMV	Harrington Advisory Services, S.L. Millenium Business Services, S.L. The Pension and Investment Shop, S.L.
03/03/2004	CNMV	Recoletos Servicios de Asesoría, S.L.
26/02/2004	CNMV	Tana Corum, S.L.
27/01/2004	CNMV	Europaish Buro Consultant, S.L. United Royale Immobilien Verwaltung, S.L. Cerxnet Europe, S.L. Europe Business Center, S.L.

<b>Advertencias al público de otros reguladores extranjeros</b>		
22/12/2004	SFSA (SUECIA)	VC Private Management, Ltd. www.vcpm.com
	FMA (AUSTRIA)	Private Fiduciary Trust, GmbH
	FSC (ISLA DE MAN)	Alied Trust
	AMF (FRANCIA)	Poseidis, Inc.
	IFSRA (IRLANDA)	Nation Capital Group
15/12/2004	FSC (ISLA DE MAN)	Kapital Alliance www.kapital-alliance.com
01/12/2004	FSC (ISLA DE MAN)	Philip Barker Advance Fee Fraud Apex Continental Bank PLC www.feaf-online.com Asian European Finance First European Asian Finance Bank First European Asian Finance Bank and Securities Apex Continental PLC.COM Apex Continental Bank PLC

## A.III.1

## Advertencias al público sobre entidades no registradas

(Continuación)

Fecha	Regulador	Compañía sobre la que se advierte
<b>Advertencias al público de otros reguladores extranjeros</b>		
01/12/2004	FSC (ISLA DE MAN)	Apex Continental Bank PLC & Trust Corporation Apex Continental Bank PLC & Securities Apex Continental Bank PLC Finance (sic) and Securities www.acbplc.com www.fsotbonline.com First State Online Trust Bank (FSOTB)
01/12/2004	NAFM (HOLANDA)	The Armstrong Group www.the-armstrong-group.com
01/12/2004	JFSC (JERSEY)	Piccadilly Finance Piccadilly Finance Center Continental Trust Bank www.piccadillyfn.com Apex Continental Bank PLC www.feaf-online.com Asian European Finance First European Asian Finance Bank First European Asian Finance Bank and Securities First European Asian Finance Bank, Inc. First European Asian Finance Bank & Trust First European Asian Finance Bank & Trust Corporation First European Asian Finance Bank Global Correspondent Network Trans Intercontinental Finance Integris Group of Mutual Funds Integris Managed Fund Solutions African European Finance Trust
01/12/2004	VEN (VENEZUELA)	Banco de Desarrollo Agropecuario (BANGADRO)
17/11/2004	SFSA (SUECIA)	VC Private Management, Ltd.
17/11/2004	NAFM (HOLANDA)	Inter-FX Investment, Inc. www.interfx.com.cy
10/11/2004	JFSC (JERSEY)	Scotland Alliance Scotland Alliance Bank Scotland Alliance and Security House www.scotlandalliance.co.uk
10/11/2004	FSC (ISLA DE MAN)	www.westminsterexpress.com Westminster Express Bank Westminster Express Bank (Isle of Man) Limited First Choice Bank International First Choice Bank Isle of Man Limited First Choice Bank Offshore www.firstchoicetrust.net First Choice International Bank First Choice Bank Trust Company (Isle of Man) Limited

## A.III.1

## Advertencias al público sobre entidades no registradas

(Continuación)

Fecha	Regulador	Compañía sobre la que se advierte
<b>Advertencias al público de otros reguladores extranjeros</b>		
03/11/2004	NAFM (HOLANDA)	Tradelinx Investments, Ltd.
03/11/2004	JFSC (JERSEY)	First European Asian Finance Corporation («FEAF Corp») www.feafcorp.com
03/11/2004	FSC (ISLA DE MAN)	Nationwide International Group www.nationwide-international.com
20/10/2004	MFSA (MALTA)	MFSA ha emitido una advertencia sobre actividades fraudulentas a través de Internet
20/10/2004	FSC (ISLA DE MAN)	www.tapb.com Trans-Atlantic Private Bank
20/10/2004	AMF (FRANCIA)	AMF ha emitido una advertencia sobre unos certificados de participación a precio fijo con ISIN DE0008160896 informando de que dichas participaciones no se encuentran registradas en Francia
20/10/2004	FSC (ISLA DE MAN)	Capital Bank
14/10/2004	JFSC (JERSEY)	International Personal Banking International Premier Banking www.cityfidelitytrust.com City Fidelity Trust Bank City Fidelity Trust Bank Private Clients International City Fidelity Trust Bank International City Fidelity Trust Bank Worldwide City Fidelity Trust Bank Channel Islands, UK City Fidelity Worldwide CFT Worldwide City Fidelity Trust Bank Limited Worldwide City Fidelity Trust Bank Group International Corporate Services Afrikaans Trust Bank
14/10/2004	FSC (ISLA DE MAN)	www.inlandic.com Inlandic Bank Regent Bank PLC InlaREGENT BANK PLCee InlaREGENT BANK PLC Trust Bank InlaREGENT BANK PLC InIREGENT BANK PLCsp InIREGENT BANK PLC InIREGENT BANK PLChrough Inlandic Bank Isles of Man IB Inlandic Bank I-bank Inlandic bank Bank
06/10/2004	FSC (ISLA DE MAN)	www.cityfidelitytrust.com City Fidelity Trust Bank City Fidelity Trust Bank Private Clients International www.halifaxbank.org

## A.III.1

## Advertencias al público sobre entidades no registradas

*(Continuación)*

Fecha	Regulador	Compañía sobre la que se advierte
<b>Advertencias al público de otros reguladores extranjeros</b>		
06/10/2004	FSC (ISLA DE MAN)	Halifax Intl. Bank Halifax Intl. Corporate Management Bank Halifax Intl. Financial Services Group
29/09/2004	FMA (AUSTRIA)	Emmerson Bennett
22/09/2004	FSC (ISLA DE MAN)	Royal Pacific Bank www.royalpacificbank.com Winter Capital International LLC Heritage National Bank Heritage National Asset Management www.heritagenbonline.com
22/09/2004	JFSC (JERSEY)	Infinite Trust Bank Infinite Trust Bank Limited Infinite Trust bank Investment Management Services www.itbonline.com Wizzell Bank Wizzell Bank International Funds Group www.wizzellbank.com International Personal Banking International Premier Banking Wizzell Bank Finance Company (Jersey) Limited
08/09/2004	FSC (ISLA DE MAN)	Wizzell Bank Wizzell Bank International Funds Group www.wizzellbank.com
08/09/2004	HCMC (GRECIA)	P & A Voilis, S.A.
01/09/2004	NAFM (HOLANDA)	E1 Asset Management, Inc.
25/08/2004	FSC (ISLA DE MAN)	Roy Atkinson Stonewood Securities Limited Welsham, Welsham & Fulham Anglo American Bank Lyvitt-Hall Solicitors
25/08/2004	FSA (REINO UNIDO)	Aberdeen Langley Jacob Stern
25/08/2004	JFSC (JERSEY)	AIB Private Bank (Jersey) Limited AIB Online AIB Online Bank AIB Plc Platinum Merchant Bank Platinum Merchant Management Platinum Merchant

## A.III.1

## Advertencias al público sobre entidades no registradas

(Continuación)

Fecha	Regulador	Compañía sobre la que se advierte
<b>Advertencias al público de otros reguladores extranjeros</b>		
18/08/2004	FSC (ISLA DE MAN)	Johnstone Brown Investments Jones Atkins Investments Thomas Jones & Company Alliance Finance Bank Alliance Finance Asset Management Winter Capital International LLC Premier Trust Trans-Atlantic Investment and Private Bank
18/08/2004	CBF (BÉLGICA)	Wisa Beratung GmbH Soros Holland Soros Holland Investment Fund IV Général Finance SPRL www.banque-direct-suisse.com www.incorporate-usa-direct.com
04/08/2004	MFSA (MALTA)	MFSA ha emitido una advertencia sobre la supuesta falsificación de un aval que pudiera usarse para fines fraudulentos.
04/08/2004	SV (EL SALVADOR)	La Superintendencia de Valores de El Salvador comunica que con efectos del día 19 de julio de 2004, la sociedad Operaciones Bursátiles de Centroamérica, S.A. de C.V. (OBC) ha sido inhabilitada para realizar operaciones en Bolsa. Asimismo, informa de que existen posibles indicios de captación no autorizada de fondos por dicha sociedad
04/08/2004	FSC (ISLA DE MAN)	Trans Intercontinental Finances
28/07/2004	FSC (ISLA DE MAN)	Alliance Investment Group Alliance Investment Alliance Investment Trust Bank Alliance Investment Bank
28/07/2004	FMA (AUSTRIA)	Anderson Goldberg, S.L. Baker & White Novis Partners
14/07/2004	FSC (ISLA DE MAN)	www.closeprivate.com Capital Investment Corporation
14/07/2004	CBF (BELGICA)	Big T Marketing Soros Holland
30/06/2004	FSC (ISLA DE MAN)	The Royal Oxford Capital Express Bank
23/06/2004	IFSRA (IRLANDA)	Whittman Wright & Associates
23/06/2004	SSMA (ESLOVENIA)	De Verre Lloyd & Co., Ltd. Baker & White
16/06/2004	FSC (ISLA DE MAN)	Johnstone Brown Investments Jones Atkins Investments Thomas Jones & Company Boom Time Lottery
16/06/2004	AMF (FRANCIA)	E Net Speculation

## A.III.1

## Advertencias al público sobre entidades no registradas

(Continuación)

Fecha	Regulador	Compañía sobre la que se advierte
<b>Advertencias al público de otros reguladores extranjeros</b>		
16/06/2004	NAFM (HOLANDA)	Leberman Steine, Inc. Atrium Financial Group
09/06/2004	DFSA (DINAMARCA)	Black and White Investments
02/06/2004	DFSA (DINAMARCA)	Baker & White
01/06/2004	LSC (LITUANIA)	LSC (Lithuanian Securities Commission) informa sobre la revocación de los bonos AB «Penki akrai».
12/05/2004	VEN (VENEZUELA)	La embajada de la República Bolivariana de Venezuela en España transmite la siguiente información proveniente del Ministerio de Finanzas venezolano, relativa a las Notas Promisorias: Código Caroní ICC-290 e ICC-322, supuestamente emitidas por el extinto Banco de Desarrollo Agropecuario (BANDAGRO)
10/05/2004	FMA (AUSTRIA)	ADN Warenhandels GmpH
10/05/2004	AMF (FRANCIA)	I-Forex Online Investment Service
10/05/2004	CBF (BÉLGICA)	The Mayflower Group
10/05/2004	FSC (ISLA DE MAN)	Ecowas Development Bank Limited Ecowas Promotions Ecobank Transnational Incorporated Ecowas Development Bank Group Ecowas Development Bank Transnational Incorporated ETI Sun Trust Services Sun Trust Telephone Banking Union Bank E Advantage
05/05/2004	FSC (ISLA DE MAN)	Providence Financial Trust First Choice Bank Limited First Choice Bank International First Choice Bank First Choice Bank Isle of Man Limited First Choice Bank Offshore First Choice Bank Group First Choice Bank Offshore Group Limited First Choice Bank Group Priority Banking First Choice Bank Group Limited Pan Mercantile Bank Pan Mercantile Bank Finance Company (Isle of Man) Limited
13/04/2004	FSC (ISLA DE MAN)	Meridien Trust Finance Trust & Bond Clearing House
31/03/2004	IND (INDONESIA)	La embajada de la República Indonesia en Madrid transmite la siguiente información proveniente de la Secretaría General Técnica del Departamento de Finanzas de dicho país en relación con la circulación de bonos públicos ilegales
24/03/2004	FSC (ISLA DE MAN)	Harrington Advisory Services, S.L.
23/03/2004	FSC (ISLA DE MAN)	Johnstone Brown Investments
17/03/2004	FSC (ISLA DE MAN)	Royal Security Services

## A.III.1

## Advertencias al público sobre entidades no registradas

*(Continuación)*

Fecha	Regulador	Compañía sobre la que se advierte
<b>Advertencias al público de otros reguladores extranjeros</b>		
15/03/2004	CBF (BÉLGICA)	Carnegie Advisors Momentum Consultants, Ltd.
15/03/2004	FMA (AUSTRIA)	Austrian Trader AG
04/03/2004	IFSRA (IRLANDA)	Pearson Clarke LLP
04/03/2004	AMF (FRANCIA)	SharkInvest HYIP
19/02/2004	MFSA (MALTA)	Argo Trust Limited
19/02/2004	FSC (ISLA DE MAN)	Global Credit Investment Bank Brown Atkins Investments
19/02/2004	CBF (BÉLGICA)	Crown-Euro Trust Investment Bank
06/02/2004	IFSRA (IRLANDA)	Professional Capital Management Pte., Ltd. Carlton Marsh Limited
30/01/2004	FSC (ISLA DE MAN)	Browning Attlee Investments
14/01/2004	AMF (FRANCIA)	Cofexa and Prisma's Prime Forestry Group
07/01/2004	FSC (ISLA DE MAN)	Oceanic Capital Financial Oceanic Capital Financial Corp. OCF Bank OCF Bank Online Equitoria Trust Bank, Inc.

## A.III.2

**Resolución de expedientes sancionadores en 2004**

Referencia	Resoluciones
(1/04)	<p><b>Resolución del Consejo de la CNMV de 20 de enero de 2004</b></p> <p>Resuelve acerca de la presunta comisión, por una ESI, de tres infracciones graves tipificadas en el artículo 100 LMV, letras <i>g</i>) incumplimiento del coeficiente de liquidez, <i>t</i>) incumplimiento de normas de conducta y <i>o</i>) realización ocasional de actividades no permitidas: concesión de créditos o préstamos a inversores sin habilitación. Se sanciona a la entidad con tres multas de 12.000 euros cada una y amonestación pública; asimismo se sanciona a un miembro de su Consejo de Administración con multa de 6.000 euros.</p>
(2/04)	<p><b>Resolución del Consejo de la CNMV de 20 de enero de 2004</b></p> <p>Resuelve acerca del presunto incumplimiento por una ESI, en su condición de entidad depositaria de una institución de inversión colectiva (IIC), de su deber de vigilancia y supervisión de la gestión en relación con el cumplimiento del coeficiente mínimo de inversión por parte de la IIC. Se sanciona a la ESI, por la comisión de una infracción leve de la LIIC, con una multa por importe de 2.000 euros y amonestación privada.</p>
(3/04)	<p><b>Orden Ministerial de 22 de enero de 2004</b></p> <p>Resuelve acerca de la presunta comisión, por una sociedad emisora, de una infracción muy grave del artículo 99 <i>ñ</i>) LMV, por la remisión a la CNMV de información pública periódica de carácter financiero conteniendo datos inexactos, no veraces y con omisión de aspectos relevantes. Se sanciona a la sociedad con multa de 150.000 euros y amonestación pública; asimismo se sanciona a un miembro de su Consejo de Administración, y al director general de la sociedad con sendas multas de 50.000 euros.</p>
(4/04)	<p><b>Orden Ministerial de 23 de enero de 2004</b></p> <p>Resuelve acerca de la presunta comisión por una sociedad limitada de una infracción muy grave del artículo 99 <i>q</i>) LMV, por la realización habitual de actividades reservadas a las ESI. Se sanciona a la sociedad con multa por importe de 613.352 euros; asimismo se sanciona a sus dos administradores con sendas multas de 180.304 euros.</p>
(5/04)	<p><b>Resolución del Consejo de la CNMV de 2 de febrero de 2004</b></p> <p>Resuelve acerca de la presunta comisión, por una ESI, de una infracción grave del artículo 100 <i>t</i>) LMV, por incumplimiento de normas de conducta. Se sanciona a la entidad con multa por importe de 48.080 euros; asimismo se sanciona a seis miembros de su Consejo de Administración con multas por importe global de 156.260 euros.</p>
(6/04)	<p><b>Resolución del Consejo de la CNMV de 24 de febrero de 2004</b></p> <p>Resuelve acerca de la presunta comisión, por una persona física, de una infracción grave del artículo 100 <i>o</i>) LMV, por la realización ocasional de actividades reservadas a las ESI. Se le sanciona con multa de 18.000 euros y amonestación pública.</p>
(7/04)	<p><b>Resolución del Consejo de la CNMV de 24 de febrero de 2004</b></p> <p>Resuelve acerca de la presunta comisión, por una sociedad gestora de IIC, de dos infracciones graves y una leve, todas ellas de la LIIC, por diversos incumplimientos en materia de límites de inversión y coeficiente de liquidez en relación con un Fondo de Inversión por ella gestionado. Se sanciona a la entidad con tres multas por importe global de 7.500 euros.</p>
(8/04)	<p><b>Orden Ministerial de 9 de marzo de 2004</b></p> <p>Resuelve acerca de la presunta comisión, por una ESI, de una infracción muy grave del artículo 99 <i>l</i>) LMV, por el incumplimiento de lo dispuesto en el artículo 70.1 <i>h</i>) del mismo texto legal. Se sanciona a la entidad con multa por importe de 104.000 euros y amonestación pública; se sanciona asimismo a un miembro de su Consejo de Administración con multa de 52.000 euros.</p>
(9/04)	<p><b>Resolución del Consejo de la CNMV de 17 de marzo de 2004</b></p> <p>Resuelve acerca de la presunta comisión, por una sociedad gestora de IIC, de dos infracciones graves de la LIIC por el incumplimiento de diversas obligaciones establecidas en dicho texto legal, así como la presunta comisión por una entidad de crédito, en su condición de entidad depositaria de IIC, de una infracción grave de la LIIC por el incumplimiento de su función de vigilancia sobre la actuación de la gestora. Se sanciona a la sociedad gestora con dos multas de 30.050 euros cada una y amonestación pública, y al depositario con una multa de 30.050 euros y amonestación pública.</p>
(10/04)	<p><b>Resolución del Consejo de la CNMV de 17 de marzo de 2004</b></p> <p>Resuelve acerca de los presuntos incumplimientos por una sociedad gestora de IIC, y una entidad de crédito, ésta en su condición de entidad depositaria de IIC, en materia de coeficiente de liquidez de una IIC gestionada. Se sanciona a la sociedad gestora con multa de 6.000 euros por la comisión de una infracción grave de la LIIC, y a la entidad de crédito depositaria con una multa de 1.000 euros por la comisión de infracción leve del mismo texto legal.</p>

## A.III.2

**Resolución de expedientes sancionadores en 2004***(Continuación)*

Referencia	Resoluciones
(11/04)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 17 de marzo de 2004</b> Resuelve acerca de los presuntos incumplimientos por una sociedad gestora de IIC, y una entidad de crédito, ésta en su condición de entidad depositaria de IIC, en materia de coeficiente de liquidez de una IIC gestionada. Se sanciona a la sociedad gestora con multa de 8.000 euros por la comisión de una infracción grave de la LIIC, y a la entidad de crédito depositaria con multa de 2.000 euros por la comisión de infracción leve del mismo texto legal.
(12/04)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 17 de marzo de 2004</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a una IIC, su sociedad gestora y a su depositario, por diversos incumplimientos de la LIIC en materia de coeficiente de inversión mínima, declarando la inexistencia de las infracciones imputadas en virtud de la aplicación retroactiva, por ser más favorable, de la Ley 35/2003 (nueva Ley de Instituciones de Inversión Colectiva).
(13/04)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 17 de marzo de 2004</b> Resuelve acerca del presunto incumplimiento por una entidad de crédito, en su condición de entidad depositaria de una IIC, de su deber de vigilancia y supervisión del cumplimiento del coeficiente mínimo de inversión por parte de la IIC. Se sanciona a la entidad, por la comisión de una infracción leve de la LIIC, con multa por importe de 1.000 euros y amonestación privada.
(14/04)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 17 de marzo de 2004</b> Resuelve acerca de los presuntos incumplimientos por una sociedad gestora de IIC y una ESI, ésta en su condición de entidad depositaria de una IIC, en materia de coeficiente mínimo de inversión de IIC. Se sanciona a la sociedad gestora con multa de 14.000 euros por la comisión de una infracción grave de la LIIC, y a la ESI depositaria con multa de 1.500 euros y amonestación privada por la comisión de infracción leve.
(15/04)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 17 de marzo de 2004</b> Resuelve acerca de los presuntos incumplimientos por una sociedad gestora de IIC y una ESI, ésta en su condición de entidad depositaria de una IIC, en materia de coeficiente mínimo de inversión de IIC. Se sanciona a la sociedad gestora con multa de 5.000 euros por la comisión de una infracción grave de la LIIC, y a la ESI depositaria con multa de 1.000 euros y amonestación privada por la comisión de infracción leve.
(16/04)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 31 de marzo de 2004</b> Resuelve acerca de los presuntos incumplimientos por una sociedad gestora de IIC, y una entidad de crédito, ésta en su condición de entidad depositaria de una IIC, en materia de coeficiente mínimo de inversión de una IIC gestionada. Se sanciona a la sociedad gestora con multa de 8.000 euros por la comisión de una infracción grave de la LIIC, y a la entidad de crédito depositaria con una multa de 2.000 euros por la comisión de infracción leve.
(17/04)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 31 de marzo de 2004</b> Resuelve acerca de los presuntos incumplimientos por una SIMCAV, y una entidad de crédito, ésta en su condición de entidad depositaria de la SIMCAV, en materia de coeficiente de liquidez. Se sanciona a ambas entidades, por la comisión de una infracción leve de la LIIC, con multa de 1.000 euros a cada una.
(18/04)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 31 de marzo de 2004</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a una IIC, su sociedad gestora y a su depositario, por diversos incumplimientos de la LIIC en materia de coeficiente de inversión mínima, declarando la inexistencia de las infracciones imputadas en virtud de la aplicación retroactiva, por ser más favorable, de la Ley 35/2003 (nueva Ley de Instituciones de Inversión Colectiva).
(19/04)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 31 de marzo de 2004</b> Resuelve acerca del presunto incumplimiento, por una sociedad gestora de IIC, del coeficiente de inversión mínima de una IIC gestionada. Se impone a la sociedad una multa de 12.000 euros por la comisión de una infracción grave de la LIIC.
(20/04)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 22 de abril de 2004</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a una SIMCAV, y a los miembros de su Consejo de Administración, por incumplimiento de la LIIC en materia de adquisición de acciones propias. Se declara la inexistencia de responsabilidad.

## A.III.2.

**Resolución de expedientes sancionadores en 2004***(Continuación)*

Referencia	Resoluciones
(21/04)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 22 de abril de 2004</b> Resuelve acerca de la presunta comisión, por una entidad de crédito, de una infracción muy grave del artículo 99 g) LMV relativa al incumplimiento de las normas que regulan las relaciones con la Central de Anotaciones del Banco de España. Se declara la inexistencia de responsabilidad.
(22/04)	<b>Orden Ministerial de 20 de mayo de 2004</b> Resuelve acerca de la presunta comisión por una ESI, en su condición de entidad gestora de una SIMCAV, de una infracción muy grave de la LIIC por el incumplimiento de los límites en materia de adquisición de acciones propias por parte de la SIMCAV gestionada. Se sanciona a la ESI con multa de 30.050 euros.
(23/04)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 17 de junio de 2004</b> Resuelve acerca de la presunta comisión, por una sociedad emisora, de una infracción grave del artículo 100 w) LMV, por la realización de prácticas que falseen la libre formación de los precios. Se sanciona a la sociedad con multa de 60.000 euros; asimismo se sanciona a su director general con multa de 30.000 euros.
(24/04)	<b>Orden Ministerial de 1 de julio de 2004</b> Resuelve acerca de la presunta comisión, por una sociedad gestora de IIC, de una infracción muy grave de la LIIC, por el incumplimiento del reglamento de gestión de un fondo gestionado. Se sanciona a la gestora con multa de 150.253 euros y amonestación pública.
(25/04)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 29 de julio de 2004</b> Resuelve acerca de la presunta comisión, por una sociedad, de una infracción grave del artículo 100 w) LMV, por la realización de prácticas que falseen la libre formación de los precios. Se sanciona a la sociedad con multa de 120.000 euros; asimismo se sanciona a un miembro de su Consejo de Administración con multa de 30.000 euros.
(26/04)	<b>Orden Ministerial de 7 de septiembre de 2004</b> Resuelve acerca de la presunta comisión por una ESI de una infracción muy grave del artículo 99 l) LMV, por el incumplimiento de normativa general del mercado de valores, así como de la presunta comisión por una sociedad gestora de IIC de una infracción muy grave de la LIIC por incumplimiento de la normativa general de las IIC. Se sanciona a la ESI con multa de 300.506 euros y a la sociedad gestora con multa de 150.253 euros; asimismo se sanciona por ambas infracciones a una persona física, miembro del Consejo de Administración de ambas entidades, con multa de 150.253 euros y sanción de separación del cargo e inhabilitación por un período de cinco años.
(27/04)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 14 de septiembre de 2004</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a una entidad de crédito, en su condición de depositaria de una IIC, por el incumplimiento de su deber de vigilancia sobre la actuación de la sociedad gestora. Se sanciona a la entidad, por la comisión de infracción grave de la LIIC, con multa de 15.000 euros.
(28/04)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 14 de septiembre de 2004</b> Resuelve acerca de la presunta comisión, por una sociedad emisora, de una infracción grave del artículo 100 w) LMV, por la realización de prácticas que falseen la libre formación de los precios. Se sanciona a la sociedad con multa de 150.000 euros y amonestación pública; se sanciona igualmente a un miembro de su Consejo de Administración con multa de 36.000 euros.
(29/04)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 14 de septiembre de 2004</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a una ESI por la presunta comisión de dos infracciones de la LMV: una muy grave del artículo 99 k) por incumplimiento del coeficiente de recursos propios, y una grave del artículo 100 c) por irregularidades contables. Se declara la inexistencia de responsabilidad.
(30/04)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 14 de septiembre de 2004</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona física por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 p) LMV: falta de comunicación de participaciones significativas, o comunicación con demora respecto al plazo legalmente establecido. Se declara la inexistencia de responsabilidad.

## A.III.2

**Resolución de expedientes sancionadores en 2004***(Continuación)*

Referencia	Resoluciones
(31/04)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 14 de septiembre de 2004</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona jurídica por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 p) LMV –falta de comunicación de participaciones significativas o comunicación con demora respecto al plazo legalmente establecido—. Se declara la inexistencia de responsabilidad.
(32/04)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 14 de septiembre de 2004</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona física por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 p) LMV: falta de comunicación de participaciones significativas o comunicación con demora respecto al plazo legalmente establecido. Se declara la inexistencia de responsabilidad.
(33/04)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 29 de septiembre de 2004</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a dos entidades de crédito por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 n) LMV –emisión de valores sin cumplir los requisitos legalmente establecidos—. Se declara la inexistencia de responsabilidad.
(34/04)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 29 de septiembre de 2004</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a una ESI por la presunta comisión de dos infracciones de la LMV: una muy grave del artículo 99 q) por la realización de actividades para las que no estaba habilitada –concesión de financiación para la realización de operaciones de valores–, y otra grave del artículo 100 t) por incumplimiento de normas de conducta. Se declara la inexistencia de las infracciones.
(35/04)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 29 de septiembre de 2004</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona jurídica por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 p) LMV –falta de comunicación de participaciones significativas o comunicación con demora respecto al plazo legalmente establecido—. Se declara la inexistencia de infracción.
(36/04)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 29 de septiembre de 2004</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona jurídica por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 p) LMV –falta de comunicación de participaciones significativas o comunicación con demora respecto al plazo legalmente establecido—. Se declara la inexistencia de responsabilidad.
(37/04)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 29 de septiembre de 2004</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona física por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 p) LMV: falta de comunicación de participaciones significativas o comunicación con demora respecto al plazo legalmente establecido. Se declara la inexistencia de responsabilidad.
(38/04)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 29 de septiembre de 2004</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona jurídica por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 p) LMV –falta de comunicación de participaciones significativas o comunicación con demora respecto al plazo legalmente establecido—. Se declara la inexistencia de responsabilidad.
(39/04)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 29 de septiembre de 2004</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona jurídica por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 p) LMV –falta de comunicación de participaciones significativas o comunicación con demora respecto al plazo legalmente establecido—. Se declara la inexistencia de responsabilidad.
(40/04)	<b>Resolución del Consejo de la CNMV de 29 de septiembre de 2004</b> Resuelve el expediente sancionador incoado a una persona jurídica por la presunta comisión de una infracción muy grave del artículo 99 p) LMV –falta de comunicación de participaciones significativas o comunicación con demora respecto al plazo legalmente establecido—. Se declara la inexistencia de responsabilidad.
(41/04)	<b>Orden Ministerial de 30 de septiembre de 2004</b> Resuelve acerca de la presunta comisión, por una sociedad gestora de IIC, de una infracción muy grave de la LIIC en relación con la inversión en activos no autorizados para un Fondo gestionado. Se impone a la sociedad una multa de 75.000 euros. Asimismo se sanciona a los seis miembros de su Consejo de Administración con una multa de 10.000 euros a cada uno.

## Anexo III.3

**Relación de sentencias recaídas en recursos contencioso-administrativos (R.C.A.) durante 2004 contra resoluciones en materia de sanciones**

Nº	Fecha	Tribunal	Nº de R.C.A.	Acto recurrido
1	10/02/2004	Tribunal Supremo	633/1999	Sentencia TSJM 22/09/1998
Confirma en casación la sentencia del Tribunal Superior de Justicia de Madrid de 22 de septiembre de 1998 que desestima el recurso contencioso-administrativo nº 2053/1993 interpuesto contra la Providencia de 9 de diciembre de 1993 dictada por la CNMV por la que se denegaba la suspensión del expediente sancionador incoado a la actora.				
2	11/02/2004	Tribunal Supremo	1247/1999	Sentencia AN 1/10/1998
Confirma en casación la sentencia de la Audiencia Nacional de 1 de octubre de 1998 que desestima el recurso contencioso-administrativo nº 521/1996 interpuesto contra la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 29 de abril de 1996 por la que se impuso una sanción por infracción de la letra g) del artículo 32.4 de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva.				
3	17/02/2004	Tribunal Supremo	17/2003	Sentencia AN 6/11/2002
Confirma la sentencia de la Audiencia Nacional de 6 de noviembre de 2002 que desestima el recurso contencioso-administrativo nº 451/00 interpuesto contra la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 24 de enero de 2000 por la que se impuso sanción por infracción de la letra c) del artículo 100 de la LMV.				
4	25/02/2004	Tribunal Supremo	5615/1999	Sentencia AN 18/03/1999
Confirma en casación la sentencia de la Audiencia Nacional de 18 de marzo de 1999 que desestima el recurso contencioso-administrativo nº 567/1996 interpuesto contra la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 16 de junio de 1996 por la que se impusieron sanciones por infracción de la letra q) del artículo 99, relacionado con la letra a) del artículo 71 de la LMV.				
5	31/03/2004	Tribunal Supremo	129/2000	Sentencia AN 20/09/1999
Confirma en casación la sentencia de la Audiencia Nacional de 20 de septiembre de 1999 que desestima el recurso contencioso-administrativo nº 118/1997 interpuesto contra la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 5 de diciembre de 1996 por la que se impusieron sanciones por infracción de la letra q) del artículo 99 en relación con la letra a) del artículo 71 de la LMV.				
6	24/05/2004	Tribunal Supremo	7600/2000	Sentencia AN 27/09/2000
Confirma en casación la sentencia de la Audiencia Nacional de 27 de septiembre de 2000 que estimó parcialmente el recurso contencioso-administrativo nº 420/1998 interpuesto contra la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 14 de enero de 1998 por la que se impuso sanción por infracción de la letra ñ) del artículo 99 de la LMV.				
7	2/06/2004	Audiencia Nacional	552/2001	Orden MEH 7/03/2001
Confirma las sanciones impuestas por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 7 de marzo de 2001 a los actores por infracción de la letra p) del artículo 99 de la LMV.				
8	4/06/2004	Audiencia Nacional	78/2001	Resolución Consejo CNMV
Confirma las sanciones impuestas a los actores por Resolución del Consejo de la CNMV de 13 de julio de 2000 y confirmada por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 1 de marzo de 2001 por infracción de las letras b) y c) del artículo 100 de la LMV.				
9	1/07/2004	Tribunal Supremo	1429/2001	Sentencia AN 4/12/2000
Confirma en casación la sentencia de la Audiencia Nacional de 4 de diciembre de 2000 que trae causa de la imposición de sanciones por infracción de la letra ñ) del artículo 99 de la LMV mediante Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 14 de enero de 1998.				
10	8/07/2004	Tribunal Supremo	1816/2001	Sentencia AN 18/01/2001
Confirma en casación la sentencia de la Audiencia Nacional de 18 de enero de 2001 que trae causa de la imposición de sanciones a los actores por infracción de la letra q) del artículo 99 en relación con las letras a) y j) del artículo 71 de la LMV mediante Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 31 de julio de 1998.				
11	19/07/2004	Audiencia Nacional	1115/2001	Orden MEH 14/09/2000
Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 14 de septiembre de 2000 por infracción de las letras c), g) y o) del artículo 100 de la LMV.				
12	26/07/2004	Audiencia Nacional	893/2001	Orden MEH 12/12/2000
Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 12 de diciembre de 2000 por infracción de la letra q) del artículo 99 en relación con el artículo 71 de la LMV.				
13	8/09/2004	Audiencia Nacional	892/2004	Orden MEH 12/12/2000
Confirma la sanción impuesta por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 12 de diciembre de 2000 por infracción de las letras a) y q) del artículo 99 de la LMV.				
14	27/10/2004	Audiencia Nacional	15/2002	Orden MEF 6/11/2001
Confirma la resolución adoptada por Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 6 de noviembre de 2001 relativa a medidas cautelares adoptadas por la CNMV con cuantía indeterminada.				

Informe Anual CNMV 2004

# Parte IV

CNMV: Aspectos organizativos,  
económicos e institucionales

## [15] Organización

En 2004 se produjo el relevo en la presidencia y vicepresidencia de la CNMV y la delegación de diversas competencias a favor de estas últimas y el Comité Ejecutivo<sup>1</sup>. Además comenzaron a funcionar las nuevas Direcciones del Órgano de Control Interno, dependiente directamente del Comité Ejecutivo, y de Informes Financieros y Contables, que está integrada en la Dirección General de Mercados e Inversores.

La plantilla de la CNMV era de 318 empleados a finales de 2004, lo que supone un ligero descenso respecto al año anterior, si bien está prevista la incorporación de un importante número de empleados en la primera mitad de 2005, procedente de la Oferta de Empleo Público de 2004.

Por otra parte, a lo largo de 2004 se aprobaron la práctica totalidad de los procedimientos internos de funcionamiento establecidos por el Reglamento de Régimen Interior de la CNMV de julio de 2003.

### 15.1. Organigrama<sup>2</sup>

De acuerdo con lo previsto en la Ley del Mercado de Valores, en octubre de 2004 se produjo el nombramiento por el Gobierno, a propuesta del Ministerio de Economía y Hacienda, de don Manuel Conthe Gutiérrez y don Carlos Arenillas Lorente como presidente y vicepresidente, respectivamente, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores<sup>3</sup>. En ambos casos, el nombramiento se produjo al finalizar el mandato de sus respectivos antecesores, don Blas Calzada Terrados y don Juan Jesús Roldán Fernández.

Durante el pasado ejercicio, la CNMV completó el organigrama previsto en el Reglamento de Régimen Interior aprobado en julio de 2003<sup>4</sup> con la entrada en funcionamiento de la Dirección del Órgano de Control Interno y la Dirección de Informes Financieros y Contables.

La primera tiene como misión informar al Comité Ejecutivo, del que depende directamente, sobre el cumplimiento, la cele-

ridad en la tramitación y la idoneidad de los procedimientos de supervisión e inspección y sobre la aplicación, en general, de los procedimientos internos de funcionamiento. Asimismo, corresponde a esta Dirección emitir un informe anual sobre la adecuación de las decisiones adoptadas por los órganos de gobierno de la CNMV a las normas de procedimiento aplicables en cada caso, informe que se adjunta a la memoria de supervisión prevista en el punto 2 de la Disposición Adicional Segunda de la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

Por su parte, la Dirección de Informes Financieros y Contables, que depende de la Dirección General de Mercados e Inversores, tiene a su cargo la supervisión del cumplimiento de las obligaciones de las sociedades cotizadas en materia de información financiera y auditoría. Asimismo, esta dirección tiene encomendada la supervisión de las obligaciones en materia de información sobre gobierno corporativo (informe anual de gobierno corporativo), participaciones significativas y autocartera, entre otras.

En diciembre de 2004, el Consejo de la CNMV autorizó la creación de sendos gabinetes como órganos de asistencia inmediata del presidente y del vicepresidente de la CNMV. La constitución de ambos gabinetes requirió la oportuna modificación del Reglamento de Régimen Interior<sup>5</sup>.

### 15.2. Recursos humanos

La plantilla de la CNMV estaba compuesta a finales de 2004 por un total de 318 empleados, siete personas menos un año antes<sup>6</sup>. Como puede apreciarse en los cuadros siguientes, esta disminución del personal se concentró en los técnicos en prácticas pertenecientes a las Direcciones Generales de Entidades y Mercados e Inversores. Con ello, el porcentaje de personal dedicado a las actividades de línea en relación con el dedicado a las tareas de tipo horizontal se redujo ligeramente en 2004 hasta el 2,03 desde el 2,10 de 2003.

<sup>1</sup> Véase anexo IV.1 y IV.2.

<sup>2</sup> Véase anexo IV.4.

<sup>3</sup> Reales Decretos 1991/2004 (presidencia de la CNMV) y 1992/2004 (vicepresidencia), de 1 de octubre, con efectos de 6 de octubre.

<sup>4</sup> Resolución del Consejo de la CNMV de 10 de julio de 2003, por la que se aprueba el Reglamento de Régimen Interior de la CNMV.

<sup>5</sup> Resolución del Consejo de la CNMV de 14 de diciembre de 2004. Se añade un punto 6 al artículo 17 («Las Direcciones Generales») del Reglamento de Régimen Interior en el que se prevé la posibilidad de crear los citados gabinetes con la categoría que determine el Consejo.

<sup>6</sup> Sin embargo, si consideramos la plantilla media, el número de empleados aumentó en 2004 hasta los 322 empleados desde los 302 empleados del año anterior. Esta diferencia en la evolución de la plantilla se explica por las diferencias en el momento de incorporación de los empleados a la CNMV en el ejercicio.

A finales de 2004, la CNMV realizó una oferta de empleo para la incorporación de la CNMV de un máximo de 60 nuevos empleados. De estas 60 incorporaciones, cuyos procesos de selección se están realizando a lo largo del primer semestre del año, 10 son administrativos, y 50 técnicos. Salvo aquellas especialidades muy singulares como: normativa contable internacional, letrados, informáticos y documentalistas, que suponen un total de nueve plazas, todos los demás puestos de personal técnico para las direcciones generales se cubrirán a través de sólo dos procesos de selección. El primero de estos procesos se orienta a profesionales con más de tres años de experiencia en campos afines a los propios de la CNMV y el segundo proceso va dirigido a personas sin experiencia previa, pero con una sólida formación de postgrado.

Por otra parte, estas convocatorias son las primeras que se realizan acomodándose a las exigencias establecidas en el Reglamento de Régimen Interior de la CNMV.

Cuadro 15.1

#### Plantilla de la CNMV: composición por categorías profesionales

Categoría	Número de empleados	
	2003	2004
Servicios	9	9
Administrativos	51	50
Técnicos en prácticas	8	0
Técnicos	237	237
Dirección	20	22
<b>Total</b>	<b>325</b>	<b>318</b>

Cuadro 15.2

#### Distribución del personal entre las direcciones de la CNMV

	2003	2004
Direcciones Generales de línea:	220	213
Entidades	109	104
Mercados e Inversores	75	73
Servicio Jurídico	36	36
Direcciones	94	94
Consejo	11	11
<b>Total</b>	<b>325</b>	<b>318</b>

### 15.3. Sistemas de información

En 2004, la CNMV potenció los sistemas de información al objeto de dotar a las instalaciones de una mayor seguridad físico-lógica. Procedió asimismo a implantar y mejorar las aplicaciones informáticas e incrementó los servicios de e-administración como herramienta que facilita los trámites de las entidades supervisadas.

En particular, cabe destacar la implantación de nuevas aplicaciones para el envío, recepción y proceso del Informe anual de gobierno corporativo de las entidades con valores admitidos a cotización, el nuevo registro de OPA, así como nuevas alarmas para el mercado de *warrants*.

La potenciación de la e-administración ha venido dada por la incorporación de dos importantes trámites a este servicio de «CNMV en Línea»: el pago de tasas, de carácter voluntario y el envío por las entidades emisoras del Informe anual de gobierno corporativo, con carácter obligatorio por vía telemática. Así, este servicio permite realizar 30 trámites vía electrónica, cinco de éstos son obligatorios, si bien los de carácter voluntario se realizan también en su mayoría por esta vía. Los trámites se engloban en tres grandes grupos:

- Los que se realizan mediante el uso de CIFRADO/CNMV, sistema de cifrado y firma electrónica, que abarca 23 trámites distintos, como se aprecia en el cuadro 15.3. Algunos trámites deben realizarse obligatoriamente por esta vía.
- Los que corresponden al pago de tasas (cuatro trámites), que requieren la utilización de un certificado de clave pública aceptado por la Agencia Estatal de la Administración Tributaria<sup>7</sup>.
- La descarga de datos (*feed* de datos) por difusores profesionales, organismos públicos o usuarios autorizados (tres trámites), que requiere clave de usuario y contraseña.

### 15.4. Procedimientos internos

Los procedimientos internos han sido aprobados por el Comité Ejecutivo, a propuesta del presidente y previo informe de la Dirección General del Servicio Jurídico. Los procedimientos han adoptado la forma de instrucciones de servicio, firmadas por el presidente, quien podrá ordenar su publicación en el *Boletín Oficial del Estado* en consideración al interés general, sin que hasta la fecha se hayan hecho públicos.

<sup>7</sup> Orden 729/2003 del Ministerio de Hacienda.

Cuadro 15.3

**Relación de trámites que pueden realizarse a través de CIFRADO/CNMV****Empresas de servicios de inversión**

Altas y modificaciones de agentes de SAV y SGC

Envío de estados financieros de SAV y SGC

Envío de estados financieros de grupos consolidables de SAV

Envío de estados estadísticos de IIC extranjeras

Seguimiento de los expedientes en trámite de la entidad

**Sociedades emisoras**

Comunicación de hechos relevantes

Envío del cuadro de información de colocación de pagarés

Envío de estados financieros trimestrales y semestrales<sup>(1)</sup>Envío del Informe Anual de Gobierno Corporativo<sup>(1)</sup>

Envío de información sobre efectos titulizados

**Mercado AIAF**

Admisiones al mercado

Negociación diaria

**Instituciones de inversión colectiva**Altas y actualizaciones de folletos de IIC<sup>(1)</sup>Comunicación de participaciones significativas de fondos de inversión<sup>(1)</sup>

Envío de estados financieros de IIC

Envío de información estadística para la Unión Europea

Envío de estados financieros de las sociedades gestoras

Envío de estados estadísticos de IIC extranjeras

Envío de estados financieros de fondos inmobiliarios

Envío de estados trimestrales y semestrales públicos de SIM y SIMCAV

Seguimiento de los expedientes en trámite de la entidad

**Entidades de capital-riesgo**Envío de estados financieros<sup>(1)</sup>

Seguimiento de los expedientes en trámite de la entidad

(1) Tramitación obligatoria por vía telemática.

La estructura general de todos los procedimientos es la siguiente:

1. Ámbito y normativa aplicable.
2. Modelos, canales de recepción y plazos de recepción de la información o solicitud.
3. Comprobaciones, controles, requerimientos y autorizaciones a realizar por la CNMV.
4. Publicidad y difusión de la información.
5. Excepciones previstas.
6. Manuales de actuación a desarrollar por los directores generales y directores adscritos a presidencia o vicepresidencia, para el cumplimiento y la aplicación práctica de las previsiones contenidas en el procedimiento (sin que los mismos tengan carácter público y alcance jurídico).
7. Fecha de entrada en vigor del procedimiento.

A lo largo del año 2004 se aprobaron la práctica totalidad de los procedimientos internos de funcionamiento establecidos en el Reglamento de Régimen Interior de la CNMV, de 10 de julio de 2003. En concreto se acordaron los siguientes:

1. **En el ámbito de las entidades y personas que intervienen en los mercados de valores:**
  - a) Procedimientos para la autorización de empresas de servicios de inversión, de instituciones de inversión colectiva y de entidades de capital-riesgo (PAE).
  - b) Procedimientos sobre modificación de los estatutos, de los reglamentos y de los servicios prestados por las sociedades, instituciones y entidades que intervienen en los mercados de valores (PME).
  - c) Procedimiento para la formulación de requerimientos y solicitud de datos e informes a las sociedades, institu-

ciones y entidades que intervienen en los mercados de valores (PFR).

d) Procedimientos sobre la supervisión e inspección de las sociedades, empresas, instituciones, personas y entidades que intervienen en los mercados de valores (PSI).

b) Procedimiento para la gestión de las comisiones de servicio.

c) Procedimientos de gestión económica.

d) Procedimientos de contratación administrativa.

## 2. En el ámbito de la emisión de valores:

a) Procedimientos para la tramitación de las emisiones, ofertas públicas de venta de valores y la admisión a negociación de valores (PVV).

b) Procedimientos para la suspensión y exclusión de la negociación de determinados valores en los mercados oficiales (PSE).

c) Procedimiento para la tramitación de las ofertas públicas de adquisición de valores (PAV).

d) Procedimientos sobre las informaciones periódicas de las entidades emisoras (PIP).

e) Procedimiento sobre la comunicación de hechos relevantes (PHR).

f) Procedimiento sobre la comunicación de participaciones significativas y sobre la adquisición de acciones propias (PPS).

## 3. En el ámbito de administración y servicios:

a) Procedimiento para la administración, liquidación, notificación y recaudación de las tasas aplicables por las actividades y servicios prestados por la CNMV (PRT).

b) Procedimientos de selección y contratación de personal (PSC).

A final de 2004 se encontraban elaborados y pendientes de aprobación los siguientes procedimientos:

### 1. En el ámbito de las entidades y de las personas que intervienen en el mercado de valores:

a) Procedimientos sobre comunicaciones e informaciones de las empresas de servicios de inversión, de las instituciones de inversión colectiva y de las entidades de capital-riesgo.

### 2. En el ámbito de la emisión de valores:

a) Procedimientos sobre la supervisión de las sociedades rectoras, de los miembros de los mercados secundarios, de los servicios de compensación y liquidación de valores, y de la Sociedad de Bolsas.

### 3.- En el ámbito de la administración y de los servicios:

a) Procedimiento de codificación de valores negociables y de otros instrumentos de naturaleza financiera.

## [16] Gestión económica

### 16.1. Ingresos y gastos

La CNMV obtuvo en 2004 unos ingresos de 47,7 millones de euros e incurrió en unos gastos de 28,4 millones, con lo que el excedente del ejercicio fue de 19,3 millones de euros.

La mayor parte de los ingresos procedió del cobro de tasas, que ascendió a 43.126,6 millones de euros, un 19,9% más que en 2003. El resto de recaudación procedió principalmente de ingresos financieros y, en menor medida, de la facturación por la venta de publicaciones y de otros ingresos (difusores profesionales de información, recuperación de gastos de publicidad en BORME de exclusiones de negociación, gastos repercutidos sobre los adjudicatarios de los concursos de contratación, etc.).

Los gastos totales se incrementaron un 14,7% anual. Los correspondientes a personal, que representaron un 65% del total, crecieron un 10% como consecuencia del aumento de la plantilla media, que fue del 6,6%. El resto de las partidas de gasto crecieron un 24,4% respecto al año anterior. La mayor parte del incremento del gasto no atribuible a personal se debió fundamentalmente a la partida de variación de las provisiones de tráfico, a raíz de la modificación de la normativa reguladora del procedimiento de cálculo de las provisiones de insolvencias en 2003, y al aumento de la amortización de inmovilizado de 2000 a 2004 como consecuencia del cambio de criterio contable por el que se pasan a activarse las aplicaciones informáticas como inmovilizado inmaterial.

Por su parte, la partida de «Otros gastos de gestión», que representa el 27,7% de los gastos totales, disminuyó un 1,1% anual, debido fundamentalmente al descenso de los gastos de alquiler de oficinas tras el establecimiento definitivo de la sede de IOSCO, el menor coste de los servicios de comunicación, así como una menor contratación de servicios externos.

### 16.2. Estructura de tasas

Como puede observarse en el cuadro 16.1, los ingresos por tasas de la CNMV aumentaron en 2004 en la mayoría de los conceptos, especialmente los correspondientes a la inscripción de folletos y los de supervisión de mercados. Los aspectos más sobresalientes de la evolución de los diferentes tipos de tasas fueron los siguientes:

- El incremento de las tasas por inscripción de folletos respondió fundamentalmente al aumento de la actividad emisora de renta fija. Los ingresos por la verificación de los requisitos de admisión en AIAF se incrementaron fuertemente en 2004.
- En el aumento de las tasas por supervisión de mercados destaca el fuerte crecimiento de los ingresos por supervisión de la actividad de las entidades participantes en la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, asociado al incremento de los saldos registrados en el Sistema.
- Las tasas por supervisión de IIC explican la mayor parte del aumento de los ingresos por supervisión de entidades.

Debe señalarse que a principios de 2005, en el contexto del plan de competitividad de la renta fija, la CNMV propuso al Gobierno una modificación en los límites aplicables a las tasas repercutidas por la CNMV a los emisores y a las entidades financieras por actos de verificación o supervisión relacionados con sus actividades en el mercado de renta fija. La modificación supone una reducción sustancial de las tasas percibidas por diversos conceptos, bien porque reduce los tipos a aplicar, bien porque introduce un límite superior a la cuantía de las tasas que, con anterioridad, no lo tenían. El Gobierno ha incorporado la propuesta en el Proyecto de Ley de reformas en materia tributaria para el impulso de la productividad, que fue presentado al Parlamento el pasado 18 de marzo. La aprobación de este Proyecto de Ley está prevista para mediados de 2005.

Cuadro 16.1

**Ingresos por tasas en la CNMV***Importes en miles de euros*

Actividad o servicio	2003	2004	% var.
<b>Inscripción de folletos y entidades</b>	<b>10.438,3</b>	<b>12.370,0</b>	<b>18,5</b>
Inscripción de folletos	9.092,7	11.536,8	26,9
Folletos de emisión	5.530,5	5.999,5	8,5
Folletos de admisión a bolsa	108,3	108,6	0,3
Verificación requisitos de admisión AIAF	3.453,9	5.428,7	57,2
Inscripción de entidades	783,4	631,8	-19,4
Autorización de OPA	562,2	201,5	-64,2
<b>Supervisión de mercados</b>	<b>16.104,5</b>	<b>19.856,2</b>	<b>23,3</b>
Actividad de miembro de AIAF	111,7	133,1	19,2
Actividad de participante en Sociedad de Sistemas	11.157,2	14.871,1	33,3
Actividad de miembro de bolsa	4.590,2	4.595,5	0,1
Actividad de miembros de MEFF RF	3,4	3,4	2,0
Actividad de miembros de MEFF RV	241,6	252,4	4,5
Actividad de miembros de MFAO	0,0	0,7	-
Actividad de miembros de FC & M	0,4	0,0	-
<b>Supervisión de entidades</b>	<b>9.411,5</b>	<b>10.899,5</b>	<b>15,8</b>
Supervisión IIC	8.642,7	10.091,3	16,8
FIM y FIAMM	7.628,4	8.899,1	16,7
SIM y SIMCAV	914,7	1.054,7	15,3
Fondos de inversión inmobiliaria	98,6	135,8	37,8
Sociedades de inversión inmobiliaria	1,0	1,7	74,0
Supervisión sociedades gestoras IIC y FTH	197,1	210,4	6,7
Sociedades gestoras IIC	188,8	200,2	6,0
Sociedades gestoras fondos titulización	8,3	10,2	23,1
Supervisión ESI	571,7	597,8	4,6
Sociedades gestoras de cartera	17,9	17,1	-4,6
Sociedades y agencias de valores	553,8	580,7	4,9
<b>Expedición de certificados</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>	<b>-21,6</b>
<b>Total</b>	<b>35.955,3</b>	<b>43.126,6</b>	<b>19,9</b>

## [17] Relaciones institucionales

### 17.1. Relaciones con otros supervisores españoles

De acuerdo con la Ley del Mercado de Valores<sup>1</sup>, a la CNMV se le encomienda la supervisión e inspección de los mercados de valores y de cuantos en ellos intervienen, aunque sean entidades que estén sometidas a supervisión de solvencia por otros organismos. Así, las leyes que regulan la supervisión de las entidades de crédito<sup>2</sup> y los seguros privados<sup>3</sup>, empresas que pueden participar en el mercado de valores, estipulan que las competencias de control y sanción sobre estas entidades corresponden al Banco de España y a la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, del Ministerio de Economía y Hacienda, respectivamente.

Sin perjuicio de esa distribución de competencias que marca la Ley, parece conveniente contar con mecanismos de cooperación entre los organismos con responsabilidades sobre los distintos sectores financieros, para intercambiar información y homogeneizar criterios de supervisión. Esta necesidad ha provocado que con fechas 9 de junio de 2004 y 9 de septiembre de 2004, se hayan firmado sendos Convenios de Cooperación entre el Banco de España y la CNMV; y entre la Dirección General de Seguros y la CNMV.

Los Convenios de Cooperación firmados fijan los puntos de confluencia de competencias entre los organismos supervisores. Estos son, principalmente, los derivados del hecho de que las diversas entidades supervisadas puedan realizar actividades relacionadas con los mercados de valores, así como de la existencia de grupos de entidades financieras en los que se integran entidades de crédito y de seguros, junto con empresas de servicios de inversión e instituciones de inversión colectiva. Los principales aspectos tratados en los convenios son:

- La cooperación entre los organismos supervisores deberá estar basada en los principios de *respeto competencial, confidencialidad, mutua colaboración, eficiencia y publicidad*.
- Se determina la delimitación de responsabilidades y funciones que atribuye a cada organismo supervisor su normativa sectorial.
- Se contempla el régimen de colaboración mediante el intercambio de información para los supuestos en que haya participaciones cruzadas entre entidades de crédito, entidades de seguros y entidades sujetas a la supervisión de la CNMV, y para los casos en que las debilidades o dificultades de un grupo en el que se integren las diferentes entidades sectoriales puedan tener una repercusión significativa en situaciones potenciales de crisis sistémicas.
- Igualmente, se establece el régimen de cooperación en caso de confluencia de competencias entre el BE y la CNMV en la supervisión de las actividades de valores y el régimen de cooperación técnica respecto al intercambio de informaciones sobre el sistema financiero y las técnicas de supervisión. Las autoridades involucradas pueden formularse consultas técnicas o mantener intercambios de opiniones referidos a la regulación del sistema financiero, técnicas de supervisión y otros aspectos que sean de interés mutuo y colaborarán en materia de formación interna, para lo que se cruzarán invitaciones para participar en cursos, seminarios o sesiones de formación que puedan resultar de interés. Asimismo, los responsables de formación y planificación de las autoridades valorarán la oportunidad de que expertos de las otras instituciones participen como ponentes en cursos, seminarios o sesiones de información.
- También se establecen otros tipos de cooperación, fundamentalmente para facilitar a las otras autoridades contactos con organismos supervisores en el ámbito internacional, o para realizar publicaciones en común.

<sup>1</sup> Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (modificada por las Leyes 37/1998, de 16 de noviembre; 14/2000, de 29 de diciembre; 24/2001, de 27 de diciembre; 44/2002, de 22 de noviembre, y 53/2002, de 30 de diciembre, modificada por la Ley 22/2003, de 9 de julio; Concursal, 26/2003, de 17 de julio; 35/2003, de 4 de noviembre y, 62/2003, de 30 de diciembre).

<sup>2</sup> Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito (preceptos a los que se remiten expresamente la LMV y la LIIC), modificada por la Ley 3/1994, de 14 de abril, por la que se adapta la legislación española en materia de entidades de crédito a la segunda directiva de coordinación bancaria.

<sup>3</sup> Ley 30/1995, de 8 de noviembre, de ordenación y supervisión de los Seguros Privados.

- Por último, se regulan las formas de cooperación a través de contactos o reuniones entre las diferentes autoridades supervisoras, para cuya coordinación cada organismo nombrará una persona de contacto a través de la que principalmente se canalizarán las consultas y peticiones de información. Sin perjuicio de otras reuniones y contactos que se mantengan de acuerdo con las necesidades de cada momento, se celebrará un encuentro anual entre representantes de cada una de las instituciones.

Los convenios pueden modificarse de mutuo acuerdo cuando resulte necesario para la óptima realización de su objeto, para adaptarse a las novedades legislativas que afecten a su contenido o para incorporar principios o recomendaciones de las instituciones u organismos internacionales de los que España forme parte.

La vigencia de los Convenios es de un año, prorrogable de forma tácita, salvo denuncia expresa por alguna de las partes quince días antes de la fecha de vencimiento.

## 17.2. Relaciones internacionales

La CNMV mantiene presencia activa en varias organizaciones internacionales y de la Unión Europea, cuyo objetivo es la discusión sobre la regulación y supervisión de los mercados de valores y la cooperación bilateral y multilateral entre reguladores y supervisores. La intensa participación de la CNMV en los grupos de trabajo de CESR ya fue comentada en el apartado 11.1 del capítulo de Regulación.

Cuadro 17.1

### Asistencia a reuniones internacionales y participación en misiones de asistencia técnica

Organización	Número de reuniones	
	2003	2004
CESR	59	102
IOSCO	42	35
Unión Europea	64	35
OCDE	7	9
Otros foros	16	20
<b>Total</b>	<b>188</b>	<b>201</b>
Misiones de asistencia técnica	2	4

<sup>4</sup> IOSCO cuenta con dos representantes en el Comité Consultivo de Normas (Standard Advisory Committee) de IASB, uno de los cuales es, en la actualidad, don Rafael Sánchez de la Peña, director adjunto a Presidencia de la CNMV.

<sup>5</sup> Public Interest Oversight Board.

<sup>6</sup> International Auditing and Assurance Standard Board.

<sup>7</sup> *Transparency Of Corporate Bond Markets*, Report of the Technical Committee of IOSCO, IOSCOPD168.

<sup>8</sup> *Stock Repurchase Programs*, IOSCOPD161.

### 17.2.1. Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO)

IOSCO es el organismo que agrupa a las comisiones de valores de los principales mercados del mundo. Cuenta con 180 miembros, que regulan más del 90% de los mercados de valores a escala global. Se creó en 1983 y actualmente su sede está en Madrid. Para llevar a cabo su labor está organizado en cuatro grupos regionales: Asia-Pacífico, Interamericano, África y Oriente Medio y Europeo. Además existen otros comités, con un ámbito no geográfico, como el Comité Técnico y el Comité de Mercados Emergentes.

En 2004 se actualizaron las funciones y tareas específicas asignadas por el Comité Técnico a los cinco grupos permanentes (*standing committees*), que se detallan a continuación. La CNMV participó activamente en dichos grupos permanentes.

#### Contabilidad, auditoría y difusión de información

**Fijación de Normas Contables:** este grupo permanente cooperó con el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB)<sup>4</sup> para reforzar su independencia, aumentar la transparencia en el desarrollo de sus trabajos y otros aspectos que pueden exigir una acción futura. Además, se creó un grupo de trabajo para promover la armonización de las Normas Internacionales de Contabilidad y Normas Internacionales de Información Financiera (NIC/NIIF).

**Fijación de Normas de Auditoría:** destacó la reforma institucional llevada a cabo en la Federación Internacional de Auditoría, que estableció la creación de un Órgano de Control del Interés Público (PIOB)<sup>5</sup> respecto a la supervisión de la actividad del IAASB<sup>6</sup>. Este órgano pretende poner en práctica mecanismos de mejora en la fijación de estándares internacionales de auditoría y de control.

#### Mercados secundarios

Se publicó un informe sobre la *Transparencia en los mercados de deuda privada*<sup>7</sup>. Este documento analiza y compara los requisitos de información y los mecanismos de transparencia utilizados en los países más desarrollados y destaca los principales problemas para mejorar la transparencia del mercado de renta fija privada.

Otro informe publicado trata sobre los *Programas de recompra de acciones*<sup>8</sup>. En él se analizan los diversos enfoques normativos que los países miembro del comité realizan respecto

al tratamiento más adecuado para los accionistas de una empresa, de forma que estas operaciones se ejecuten respetando los requisitos de un mercado organizado e íntegro.

### Intermediarios

Ante el aumento de la prestación de servicios de inversión transfronterizos sin presencia física, se publicó el informe sobre la *Regulación de los intermediarios en un entorno de inversión transfronterizo*<sup>9</sup>.

### Inspección e intercambio de información

Durante 2004 se revisó y valoró la capacidad de cooperación por parte de países con una infrarregulación en materia de valores o bien países no cooperantes para establecer programas de asistencia técnica, en coordinación con otras organizaciones e instituciones financieras internacionales, para mejorar la cooperación y el intercambio de información.

El grupo de trabajo conjunto, formado por miembros del Comité Técnico y del de Mercados Emergentes, continuó examinando las solicitudes de adhesión de sus miembros al Acuerdo Multilateral sobre Consulta, Cooperación e Intercambio de Información<sup>10</sup>.

### Instituciones de inversión colectiva

Se han publicado varios documentos de interés:

- Informe sobre *Fondos índice y el uso de índices por la industria de gestión de activos*<sup>11</sup>, que analiza los métodos de uso de índices bursátiles por las IIC, resume las experiencias de sus miembros con estos fondos indexados y opina sobre su regulación.
- Informe sobre *Elementos de los estándares de regulación internacionales sobre comisiones y gastos de los fondos de inversión*<sup>12</sup>.
- *Análisis de los aspectos normativos que surgen de la fusión de IIC*<sup>13</sup>, que trata de determinar si las fusiones se permiten en las distintas jurisdicciones y la posibilidad de realizar fusiones transfronterizas.
- Versión final del informe sobre la *Presentación de resultados para las IIC: los estándares óptimos de presentación*<sup>14</sup>, que incorpora el proceso de consulta a la industria y al público en general.

Por otro lado, las crisis corporativas de los últimos años, como el caso Parmalat, han marcado la agenda de trabajo de IOSCO en 2004 al poner de manifiesto la necesidad de reforzar determinadas áreas objeto de supervisión por las Comisiones de Valores, tales como el buen gobierno de las empresas, el papel de los auditores independientes y la supervisión de su labor, la efectividad de los estándares de auditoría, la supervisión de la regulación, el uso de estructuras corporativas complejas, el papel de los intermediarios, el papel de los analistas y la cooperación entre supervisores para evitar fraudes y abusos de mercado con el uso de centros financieros *off-shore*. Para llevar a cabo esta tarea, el Comité Técnico constituyó en febrero de 2004 un subcomité de Presidentes. Dicho subcomité ha finalizado su informe a principios de 2005.

También durante 2004 se publicaron unos principios específicos sobre la *Identificación de la clientela y titulares finales*<sup>15</sup> con el objetivo de mejorar el marco legal en los procesos de conocimiento obligatorio del cliente por parte de los intermediarios. Estos principios, aunque diferentes de los ya existentes para los bancos, son consistentes con las recomendaciones elaboradas por el GAFI-FATF<sup>16</sup>.

Por último, tras un proceso de consulta, con la activa participación de la industria, se publicó el informe sobre *Fundamentos del Código de Conducta para las Agencias de Calificación de Riesgos Crediticios*<sup>17</sup>. El Código describe cómo las agencias de calificación de riesgos deben tratar de evitar potenciales conflictos de interés, mejorar la transparencia en los procesos de calificación de riesgos, protegiendo su integridad e independencia, y manteniendo la imparcialidad con emisores, inversores y otros participantes del mercado.

### 17.2.2. Cooperación con Iberoamérica

Como en años anteriores, la CNMV cooperó activamente con los reguladores de valores iberoamericanos, principalmente a través del Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores (IIMV). Además, se realizaron labores de asistencia técnica a los reguladores iberoamericanos mediante resolución de consultas, atención de visitantes o asesoramiento directo por técnicos de la CNMV que se trasladaron a dichos países. La CNMV es consciente

<sup>9</sup> *Regulation Of Remote Cross-Border Financial Intermediaries*, Report of the Technical Committee of IOSCO, IOSCOPD162.

<sup>10</sup> IOSCO Multilateral MOU.

<sup>11</sup> *Index Funds and the Use of Indices by the Asset Management Industry*, Report of the Technical Committee of IOSCO, IOSCOPD163.

<sup>12</sup> *Final Report on Elements of International Regulatory Standards on Fees and Expenses of Investment Funds*, Report of the Technical Committee of IOSCO, IOSCOPD178.

<sup>13</sup> *An Examination of the Regulatory Issues Arising from CIS Mergers*, Report of the Technical Committee of IOSCO, IOSCOPD179.

<sup>14</sup> *Performance Presentation Standards For Collective Investment Schemes: Best Practice Standards*, Report of the Technical Committee of IOSCO, IOSCOPD169.

<sup>15</sup> *Principles on Client Identification and Beneficial Ownership for the Securities Industry*, IOSCO Report, IOSCOPD167.

<sup>16</sup> Disponible en la página web del Grupo de Acción Financiera Internacional [www.fatf-gafi.org/pdf/40Recs-2003\\_en.pdf](http://www.fatf-gafi.org/pdf/40Recs-2003_en.pdf).

<sup>17</sup> *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, Report of the Technical Committee of IOSCO, IOSCOPD180.

de la creciente importancia de Latinoamérica para las empresas e inversores españoles, por lo que dedica siempre una especial atención a sus relaciones con sus homólogos del área.

A continuación se citan algunas de las actividades más relevantes dentro de este capítulo.

- Participación en el «Programa de evaluación del sistema financiero de Colombia», en una misión conjunta del FMI y el Banco Mundial, para evaluar el cumplimiento de los estándares internacionales de mercados de valores, contenidos en los principios de IOSCO.
- En el marco de un proyecto piloto lanzado por IOSCO para evaluar el cumplimiento de sus objetivos y principios en diversos países, fue seleccionado un representante de la CNMV para actuar como asesor y evaluador de dicho cumplimiento en El Salvador.
- La CNMV participó como ponente en seminarios regionales, como el de Tegucigalpa para la formación de funcionarios de los reguladores iberoamericanos, al ser miembro del grupo de trabajo de IOSCO para la implementación de los principios de este organismo.
- La CNMV asistió, en calidad de observador, a reuniones del Consejo de Autoridades Reguladoras de Valores de las Américas (COSRA) en las que se debatieron temas como la financiación de las PYME, la capacitación técnica de los reguladores. Además, se celebraron varios paneles con expertos que expusieron los avances en materia de convergencia contable.

#### Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores

El Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores, del que es miembro fundador la CNMV, continuó con su labor de impulsar el progreso y la modernización de los mercados de valores en Iberoamérica, a través de la mejora en el marco jurídico y el fomento de la cooperación entre los organismos competentes en materias de regulación y supervisión.

Para ello, promovió diversas actividades de formación, cooperación y difusión, en las que participaron 232 funcionarios iberoamericanos de comisiones de valores pertenecientes a 19 países.

Las principales líneas de trabajo que el Instituto, conjuntamente con la CNMV y la Dirección General del Tesoro y Polí-

tica Financiera, desarrolló a lo largo del año estuvieron relacionadas con la información financiera y contable, la integración de mercados iberoamericanos, la cooperación tecnológica y la cooperación en sistemas de información.

#### 17.2.3. Otros foros internacionales

##### Joint Forum

El Joint Forum se estableció en 1996 bajo la tutela del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, la Organización Internacional de Comisiones de Valores y la Asociación de Supervisores de Seguros.

Los grupos de trabajo del Joint Forum donde participó la CNMV publicaron los siguientes documentos: (i) *Publicación de información financiera en los sectores de banca, valores y seguros*<sup>18</sup>, recogiendo los progresos realizados por las empresas financieras en la aplicación de las recomendaciones del Informe Fisher II<sup>19</sup> para el refuerzo y mejora de su información, y (ii) un documento consultivo sobre la *Transferencia de riesgo de crédito*<sup>20</sup>, acerca de los instrumentos financieros que incorporan transferencia de riesgo, su gestión por los participantes de mercado y la necesidad de ampliar los requisitos de información a los reguladores.

##### Grupo Conjunto del Comité de Sistemas de Pago y Liquidación-IOSCO

Durante 2004 se elaboró el documento *Recomendaciones para las entidades de contrapartida central*<sup>21</sup>. Éste se publicó tras su consulta pública y la aprobación del Comité Técnico de IOSCO y la Junta de Gobernadores del G10 del Banco de Pagos Internacionales. El documento aborda 15 recomendaciones centradas en la gestión del riesgo incorporado a las actividades de las entidades de contrapartida central. De igual modo, se incluye una metodología para evaluar el cumplimiento de las recomendaciones, tanto por las jurisdicciones como por las propias entidades.

CESR y el Consejo del Banco Central aprobaron en octubre un documento sobre estándares de los sistemas de compensación y liquidación de valores en la Unión Europea. Con este trabajo, que supone la adaptación de la recomendaciones CPSS-IOSCO<sup>22</sup> al ámbito europeo, se pretende incrementar la segu-

<sup>18</sup> Financial Disclosure in the Banking, Insurance and Securities Sectors: Issues and Análisis, mayo de 2004.

<sup>19</sup> Final Report of the Multidisciplinary Working Group on Enhanced Disclosure, abril de 2001.

<sup>20</sup> Credit risk transfer, octubre de 2004.

<sup>21</sup> Recommendations for Central Counterparties, de marzo 2004, con nueva redacción en noviembre de 2004.

<sup>22</sup> Recommendations for securities settlement systems, de noviembre 2001, y Assessment methodology for «Recommendations for Securities Settlement Systems», de noviembre 2002; ambos del Comité de Sistemas de Pagos y Liquidación de Valores y Comité Técnico de IOSCO.

ridad y la eficiencia de los sistemas de liquidación de valores en la UE. En la actualidad ambas instituciones continúan trabajando en la elaboración de una metodología de evaluación de estos estándares, que se prevé esté lista en el último trimestre de 2005, así como en la adaptación de las «Recomendaciones de CPSS-IOSCO para las entidades de contrapartida central», mencionado en el primer párrafo.

#### **Instituciones financieras internacionales**

En 2004 la CNMV se integró en los equipos del Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial para realizar los «programas de evaluación del sector financiero» en las jurisdicciones de Italia y Colombia.

#### **OCDE**

En 2004 la CNMV continuó colaborando con la Dirección General del Tesoro y Política Financiera en el grupo de trabajo de la OCDE para la revisión de los Principios de Gobierno Corporativo de 1999. El documento recoge las experiencias de los países miembro ante los nuevos desafíos planteados en relación con el gobierno corporativo de las empresas. Los Principios señalan una serie de estándares no obligatorios, así como una relación de buenas prácticas e incluyen una guía de implementación.

# [18] Agencia Nacional de Codificación de Valores

La CNMV ejerce las funciones de la Agencia Nacional de Codificación de Valores (ANCV), cuyo principal objetivo es administrar el código internacional de identificación de valores (ISIN)<sup>1</sup> y facilitar su difusión entre los usuarios. La ANCV es miembro de pleno derecho de la Asociación Internacional de Agencias Nacionales de Codificación (ANNA).

La ANCV volvió a registrar una importante actividad en 2004. A ello contribuyó, entre otros aspectos, el mayor conocimiento, difusión y aceptación de los códigos ISIN y CFI<sup>2</sup> de los participantes en los mercados de valores, tanto nacionales como internacionales.

Los movimientos en la base de datos de la ANCV se incrementaron un 10% respecto al año anterior, alcanzando la cifra de 21.097. Ello se debió al aumento del número de emisiones de bonos de titulización y *warrants*, al mayor volumen de contratos de futuros y opciones codificados y al mantenimiento de un número elevado de emisiones de pagarés de empresa. Al finalizar el año, el número de valores y otros instrumentos

financieros con código ISIN en vigor ascendía a 18.874, lo que supone un aumento del 7% respecto al año anterior. Los valores e instrumentos cotizados representaban el 45% del total.

En cuanto a las consultas atendidas por la ANCV, se confirmó la tendencia observada en años anteriores. Los usuarios utilizan de forma creciente la página web para obtener información y, como consecuencia de ello, desciende el número de consultas atendidas directamente por la Agencia. Así, el pasado año, el número total de consultas fue de 1.162 frente a las 1.943 de 2003 y las 2.140 de 2002. El 67% de las consultas se refirieron a códigos nacionales y el resto a códigos extranjeros.

Cuadro 18.2

## Consultas atendidas directamente por la ANCV

	2003	2004	% var.
Códigos nacionales	1.400	784	-44,0
Códigos extranjeros	543	378	-30,4
<b>Total</b>	<b>1.943</b>	<b>1.162</b>	<b>-40,2</b>

Cuadro 18.1

## Número de valores y otros instrumentos financieros codificados a 31/12/2004<sup>(1)</sup>

	Cotizados	Total			2003	2004	% var.
		2003	2004	% var.			
Deuda pública <sup>(2)</sup>		252	249	-1,2	257	255	-0,8
Renta variable <sup>(3)</sup>		3.217	3.306	2,8	13.021	13.268	1,9
Obligaciones		357	366	2,5	452	456	0,9
Bonos		397	561	41,3	422	584	38,4
Cédulas		61	71	16,4	87	96	10,3
Pagarés		1.560	1.662	6,5	1.560	1.662	6,5
<i>Warrants</i> /derechos		587	835	42,2	752	1.028	36,7
Letras del Tesoro		11	9	-18,2	11	9	-18,2
Opciones		1.051	1.472	40,1	1.051	1.472	40,1
Futuros		27	44	63,0	27	44	63,0
<b>Total</b>		<b>7.520</b>	<b>8.575</b>	<b>14,0</b>	<b>17.640</b>	<b>18.874</b>	<b>7,0</b>

(1) Base de datos de la ANCV. Código ISIN.

(2) Excepto Letras del Tesoro.

(3) Acciones, participaciones en fondos de inversión y resto renta variable.

<sup>1</sup> International Securities Identification Numbering System.

<sup>2</sup> Classification of Financial Instruments.

## [19] Comité Consultivo de la CNMV

El Comité Consultivo de la CNMV es el órgano de asesoramiento de su Consejo. Su informe resulta preceptivo con carácter previo en los siguientes casos:

1. Aprobación de las Circulares de la CNMV.
2. Imposición de sanciones por infracciones muy graves.
3. Procesos de autorización, revocación y operaciones societarias de las empresas de servicios de inversión.
4. Procesos de autorización y revocación de las sucursales de empresas de servicios de inversión de países no miembros de la Unión Europea.

Además de su función asesora respecto del Consejo de la CNMV, el Comité Consultivo informa los proyectos de disposiciones de carácter general sobre materias relacionadas con el mercado de valores que le son remitidos por el Gobierno o por el Ministro de Economía.

El Comité está integrado por representantes de los emisores, de los inversores, de los mercados y de las Comunidades Autónomas con competencias en materia de mercado de valores<sup>1</sup>. La presidencia del Comité corresponde al vicepresidente de la CNMV, que no dispone de voto.

La CNMV quiere potenciar la función del Comité Consultivo, de forma que sea un medio para canalizar las opiniones y preocupaciones de los distintos agentes participantes en los mercados. Por este motivo, a finales de 2004 el Comité comenzó a emitir opiniones sobre iniciativas en materia de regulación surgidas en los foros internacionales, dado que las mismas suelen reflejarse en la regulación nacional, sobre todo las que surgen en el ámbito comunitario. Para asesorar al Comité en esta materia, se acordó la creación de una Secretaría Técnica.

Esta nueva faceta de la actividad del Comité Consultivo permitirá a la industria financiera y al resto de los agentes participantes en los mercados españoles manifestar su posición ante las iniciativas reguladoras internacionales, de manera

especial respecto a medidas de probable aplicación a corto plazo. La opinión del Comité resultará, además, valiosa para la CNMV, que la tendrá en cuenta a la hora de formular sus propias líneas de actuación en los foros internacionales.

Hasta ahora, las deliberaciones del Comité Consultivo en esta materia se han centrado en los trabajos del Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR) respecto a los posibles desarrollos de la Directiva 2004/39/CE, sobre Mercados de Instrumentos Financieros. Durante 2005 se seguirá potenciando esta línea de actuación del Comité Consultivo, de forma que este órgano se convierta en un verdadero instrumento de canalización al Consejo de las opiniones de los participantes en los mercados en todos los temas relevantes para la regulación.

---

<sup>1</sup> Véase anexo IV.A.3.

## Anexo IV.1

### Composición del Consejo de la CNMV

#### Presidente

D. Manuel Conthe Gutiérrez<sup>1</sup>

#### Vicepresidente

D. Carlos Arenillas Lorente<sup>2</sup>

#### Consejeros

Dña. Soledad Núñez Ramos<sup>3</sup>

D. Gonzalo Gil García

Dña. Soledad Plaza y Jabat

D. Juan Junquera González

D. Luis Perezagua Clamagirand

#### Secretario

D. Javier Rodríguez Pellitero<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Nombrado por Real Decreto 1991/2004, de 1 de octubre, con efectos de 6 de octubre. Sustituye en el cargo a D. Blas Calzada Terrados.

<sup>2</sup> Nombrado por Real Decreto 1992/2004, de 1 de octubre, con efectos de 6 de octubre. Sustituye en el cargo a D. Juan Jesús Roldán Fernández.

<sup>3</sup> Directora General del Tesoro y Política Financiera. Nombrada por Real Decreto 133/2005, de 4 de febrero. Sustituye en el cargo a Dña. Belén Romana García.

<sup>4</sup> Nombrado por Resolución del Consejo de la CNMV, de 28 de diciembre de 2004, con efectos de 13 de enero de 2005. Sustituye en el cargo a D. José María Garrido García.

## Anexo IV.2

### Composición del Comité Ejecutivo de la CNMV<sup>1</sup>

#### Presidente

D. Manuel Conthe Gutiérrez

#### Vicepresidente

D. Carlos Arenillas Lorente

#### Consejeros

Dña. Soledad Plaza y Jabat

D. Juan Junquera González

D. Luis Perezagua Clamagirand

#### Secretario

D. Javier Rodríguez Pellitero

<sup>1</sup> El Comité Ejecutivo está regulado, en cuanto a su creación, constitución y funciones, por el artículo 18 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, según redacción dada al mismo por la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero.

## Anexo IV.3

### Composición del Comité Consultivo de la CNMV<sup>1</sup>

#### Presidente

D. Carlos Arenillas Lorente

#### Secretario

D. Javier Rodríguez Pellitero

#### Vocales:

Representantes de los miembros de los mercados secundarios oficiales:

*Titular:* D. Sebastián Albella Amigo

*Suplente:* D. Ignacio Olivares Blanco

*Titular:* D. Jaime Aguilar Fernández-Hontoria

*Suplente:* D. Manuel Ardanza Fresno

*Titular:* D. José M<sup>a</sup> Antúnez Xaus

*Suplente:* D. Antonio Gallego González

*Titular:* D. Ignacio Solloa Mendoza

*Suplente:* D. Luis Vía Fernández

*Titular:* D. Francisco Oña Navarro

*Suplente:* D. Julio Alcántara Lera

*Titular:* D. Ignacio Gómez-Sancha Trueba

*Suplente:* Dña. Ana Ibáñez Díaz-Bustamante

Representantes de los emisores:

*Titular:* D. José M<sup>a</sup> Méndez Álvarez-Cedrón

*Suplente:* D. Juan Carlos Manzano-Monis López-Chicheri

*Titular:* D. José Luis Alonso Iglesias

*Suplente:* Dña. M<sup>a</sup> Teresa Sáez Ponte

*Titular:* Dña. Ana Bartolomé Delicado

*Suplente:* Dña. Teresa Conesa Fábregues

*Titular:* D. Juan Luis Sabater Navarro

*Suplente:* D. Luis Cortés Domínguez

Representantes de los inversores:

*Titular:* D. Manuel Pardos Vicente

*Suplente:* Dña. Ana Isabel Ceballo Sierra

*Titular:* Dña. Pilar González de Frutos

*Suplente:* Dña. M<sup>a</sup> Aranzazu del Valle Schaan

*Titular:* D. Antonio M<sup>a</sup> Malpica Muñoz

*Suplente:* D. José Manuel Pomarón Bagües

*Titular:* D. Mariano Rabadán Forniés

*Suplente:* D. Ángel Martínez-Aldama Hervás

Representantes de las Comunidades Autónomas con mercado secundario oficial:

País Vasco:

*Titular:* D. Juan Miguel Bilbao Garai

*Suplente:* D. Miguel Bengoechea Romero

Cataluña:

*Titular:* D. Miquel Salazar i Canalda

*Suplente:* D. Josep María Sánchez i Pascual

Comunidad Valenciana:

*Titular:* D. Enrique Pérez Boada

*Suplente:* D. Nicolás Jannone Bellot

<sup>1</sup> Real Decreto 504/2003, de 2 de mayo, por el que se regula el Comité Consultivo de la CNMV, aplicable por vez primera a la renovación del Comité Consultivo que correspondió efectuar el 1 de abril de 2004.

## Anexo IV.4

### Direcciones de la CNMV

Dirección General	Dirección	Subdirección
Entidades D. Antonio Carrascosa	Supervisión Dña. M <sup>a</sup> José Gómez	Área ESI
		Unidad de apoyo
		Área IIC
	Autorización y registro D. Antonio Moreno	ESI, gestoras y capital riesgo
		Fondos e IIC extranjeras
	Unidad de apoyo	
Servicio jurídico D. Javier Rodríguez	Asesoría jurídica	
	Servicio de lo contencioso Dña. Silvia García	
	Unidad vigilancia de mercados	
Mercados e inversores D. Ángel Benito	Inversores Dña. Elena Brito	
	Mercados primarios D. Carlos Lázaro	Área Emisores
		Área OPA
	Mercados secundarios D. Antonio Mas	Área renta variable
		Área renta fija
		Área derivados
	Informes financieros D. Paulino García	Información financiera
Gobierno corporativo		

**Direcciones de la CNMV (Continuación)**

Dirección General	Dirección	Subdirección
	Sistemas de información D. Francisco Javier Nozal	Desarrollo y ANCV Infraestructura
	Secretaría general D. Salvador Meca	Gestión económica Procedimientos Reclamaciones y régimen general Régimen Interno Registros oficiales y documentación
	Relaciones internacionales D. Rodrigo Buenaventura	
	Estudios y estadísticas Dña. Nieves García	Estudios Estadísticas
		Comunicación
	Adjunta a presidencia D. Rafael Sánchez	Delegación en Barcelona
	Órgano de control interno <sup>(1)</sup> Dña. Margarita García	

(1) Según el artículo 41 del Reglamento de Régimen Interior de la CNMV, depende directamente del Comité Ejecutivo de la CNMV.

Informe Anual CNMV 2004

# Parte V

Informe del Órgano de Control Interno

AN

EIV

SE

SA

SA

**INFORME DE CONTROL RELATIVO A LA ADECUACIÓN DE LAS  
DECISIONES ADOPTADAS POR LOS ORGANOS DE GOBIERNO DE LA  
CNMV A LA NORMATIVA PROCEDIMENTAL APLICABLE A CADA CASO**

**(Disposición Adicional Segunda de la Ley 44/2002).- Ejercicio 2004**



*Dirección de Control Interno*

## **I.- INTRODUCCION.**

La Dirección de Control Interno de la Comisión Nacional del Mercado de Valores ha realizado el Control relativo a la adecuación de las decisiones adoptadas por los órganos de gobierno de la CNMV a la normativa procedimental aplicable a cada caso, en desarrollo del Plan de Actuación de Control Interno aprobado por el Consejo de la Comisión en su sesión de 28 de diciembre de 2004, con el que se da cumplimiento a la Disposición Adicional Segunda de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (BOE de 23 de noviembre).

El desarrollo de los trabajos se ha adaptado, a las Normas Internacionales para el Ejercicio Profesional de la Auditoría Interna del IIA (the Institute of Internal Auditors), como establecen las Normas de Auditoría Interna para la CNMV aprobadas por acuerdo del Consejo de 28 de diciembre de 2004.

El informe se elevó al Comité Ejecutivo en cumplimiento de la norma 11.4 de las Normas de Auditoría Interna para la CNMV, con fecha 31 de marzo de 2005. Se han incorporado como parte del informe las observaciones recibidas el 5 de abril.

## **II. OBJETIVO Y ALCANCE DEL TRABAJO.**

El objetivo del presente trabajo es comprobar la adaptación a la normativa procedimental aplicable en la adopción de las decisiones de los órganos de gobierno de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, durante el ejercicio 2004.

Las normas específicas aplicables a los procedimientos de la CNMV eran las siguientes:

- Ley del Mercado de Valores. (24/1998, de 28 de julio).
- Reglamento de Régimen Interior de la CNMV. (RRI).
- Procedimientos Internos de funcionamiento de la CNMV en los términos de los artículos 38, 39 y 40 del RRI.

En el desarrollo de los trabajos no se han producido limitaciones al alcance.



*Dirección de Control Interno*

### III. OPINIÓN.

En nuestra opinión, una vez realizados los trabajos de auditoría se puede concluir que, durante el año 2004 los órganos de gobierno de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en el ámbito de la supervisión encomendada por la Ley del Mercado de Valores y demás normativa, han cumplido los requisitos establecidos en la normativa procedimental, aplicables a cada caso, con las salvedades que se especifican a continuación:

- En dos de los casos analizados se ha resuelto el procedimiento sancionador sobrepasando el plazo establecido en el artículo 9.2 del Real Decreto 2119/1993, de 3 de diciembre, sobre el procedimiento sancionador aplicable a los sujetos que actúan en los mercados financieros.
- Se ha detectado un desfase entre el procedimiento aprobado para la suspensión de valores en materia de mercado de renta fija y los acuerdos de delegación de la CNMV, aspecto subsanado en el Acuerdo de Delegación de Competencias de 14 de diciembre de 2004

Madrid, 8 de abril de 2004

La Directora de Control Interno

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Margarita García Muñoz', is written over a horizontal line. The signature is fluid and cursive.

Fdo.: Margarita García Muñoz



El Comité Ejecutivo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en su sesión del día 31 de marzo de 2005, en relación con el “Informe provisional de control relativo a la adecuación de las decisiones adoptadas por los órganos de gobierno de la CNMV a la normativa procedimental aplicable a cada caso (Disposición Adicional Segunda de la Ley 44/2002). Ejercicio 2004”, queda enterado respecto del citado informe provisional y asume como propio el contenido de la nota de la Dirección General del Servicio Jurídico relativo al cumplimiento de los plazos en el procedimiento administrativo sancionador, al objeto de que se incorpore al citado informe.

Lo que le comunico para su conocimiento y demás efectos. No obstante, se hace constar que el acta de la mencionada sesión queda pendiente de aprobación para una próxima sesión del Comité Ejecutivo.

Madrid, 5 de abril de 2005

El Secretario

Javier Rodríguez Pellitero

SRA. DIRECTORA DEL ÓRGANO DE CONTROL INTERNO.-

## NOTA DE LA DIRECCIÓN GENERAL DEL SERVICIO JURÍDICO EN RELACIÓN CON EL CUMPLIMIENTO DE LOS PLAZOS EN EL PROCEDIMIENTO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR.

En todo procedimiento administrativo existen dos tipos de términos y plazos en relación con los trámites que deben cumplimentar los órganos encargados de su instrucción y resolución, respectivamente:

### -Los plazos o términos relativos a los diferentes trámites:

Deben estar previstos expresamente por ley o disposición reglamentaria. Por regla general, estos plazos no tienen carácter esencial. Esto es, su incumplimiento no afecta al procedimiento que se está tramitando, con la excepción prevista en el artículo 63.3 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común: *"La realización de actuaciones administrativas fuera del tiempo establecido para ellas solo implicará la anulabilidad del acto cuando así lo imponga la naturaleza del término o plazo"*.

Por tanto la regla general es que el acto realizado fuera del término o plazo fijado por la normativa vigente, ya sea de trámite o una resolución, debe considerarse perfectamente válido, lo que se justifica en base a que los plazos establecidos tienen como única finalidad cumplir con el principio de eficacia que debe presidir toda actuación administrativa, o lo que es lo mismo, evitar tiempos muertos o prolongar innecesariamente la resolución de un procedimiento.

El mismo criterio debe aplicarse a los términos o plazos del procedimiento sancionador, establecidos en el Reglamento General del procedimiento para el ejercicio de la potestad sancionadora por las Administraciones Públicas, o en los reglamentos especiales como el aprobado por Real Decreto 2119/1993, de 3 de diciembre, sobre procedimiento sancionador aplicable a los sujetos que actúan en los mercados financieros.

Así lo entiende la Jurisprudencia que, entre otras, lo recoge en la sentencia de 10 de diciembre de 2001 de la Sala de lo Contencioso administrativo del Tribunal Supremo, referente a una resolución sancionadora dictada fuera del plazo establecido en el artículo 20.2 del Real Decreto 1398/1993, el cual establece la obligación de adoptar la resolución en el plazo de diez días a contar desde la recepción de la propuesta de resolución: *"...Como se ha señalado en anteriores ocasiones, las resoluciones administrativas dictadas fuera de plazo sólo pueden ser consideradas nulas cuando la naturaleza del término o plazo imponga este efecto. En otro caso, como es el*

*enjuiciado debe estimarse que se trata de plazos aceleratorios, cuyo incumplimiento constituye una mera irregularidad no invalidante...”*

#### **-El plazo para resolver el procedimiento administrativo**

Debe considerarse como esencial ya que su cumplimiento tardío sí produce consecuencias en el procedimiento administrativo. Efectivamente la resolución fuera del plazo previsto para la finalización de aquél, produce diferentes efectos establecidos en la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y Procedimiento Administrativo Común, dependiendo del hecho de que el procedimiento se haya iniciado de oficio o a instancia de parte. En concreto, en los procedimientos iniciados de oficio en los que la Administración ejercite potestades sancionadoras la falta de resolución y notificación en plazo, produce la caducidad del procedimiento administrativo.

**Por tanto, dentro del plazo general para resolver y notificar una resolución sancionadora los incumplimientos de los plazos previstos para los diferentes trámites o para dictar la resolución del expediente sancionador, no producen ningún efecto invalidante del mismo.**

En especial, el retraso en el plazo para dictar resolución por el Consejo de la CNMV en los expedientes sancionadores por infracciones graves, no solo no produce efecto alguno en el expediente incoado y tramitado sino que en ocasiones estará plenamente justificado por la complejidad del mismo y la necesaria formación de voluntad de los órganos colegiados lo que implica un procedimiento más complejo que en los supuestos en que la potestad sancionadora corresponde a un órgano individual (en determinados casos, se necesitará examinar y deliberar sobre el expediente en varias sesiones del Consejo para decidir sobre la imposición o no de sanciones, la graduación de las mismas, la conveniencia de ampliar con diligencias complementarias la instrucción del procedimiento...). En definitiva, el cumplimiento del principio de celeridad, finalidad última que persiguen las normas al imponer plazos para dictar la resolución de un procedimiento ( dentro del plazo general para resolverlo) debe ceder ante la necesidad de dictar una resolución legal y plenamente motivada en los expedientes sancionadores, en los que está en juego la privación o limitación de derechos e intereses de los particulares, máxime si en estos supuestos no existe por parte del órgano decisor intención dilatoria alguna.

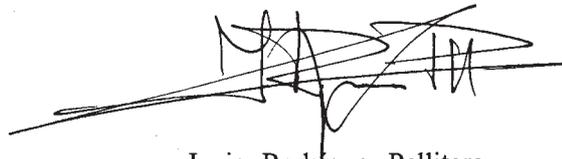
Comisión Nacional del Mercado de Valores

*DIRECCIÓN GENERAL DEL SERVICIO JURÍDICO*

**Y esta misma doctrina es aplicable a los casos en los que de conformidad con la normativa vigente, se ha acordado la ampliación del plazo máximo para resolver un procedimiento ya que dicha ampliación per se pone de manifiesto las dificultades y complejidad de los mismos.**

Madrid, 29 de marzo de 2005

EL DIRECTOR GENERAL DEL SERVICIO JURÍDICO

A handwritten signature in black ink, consisting of several overlapping, stylized strokes that form a complex, abstract shape. The signature is positioned above the name of the signatory.

Javier Rodríguez Pellitero

Informe Anual CNMV 2004

# Parte VI

- Cuentas formuladas
- Informe de Auditoría

Resumen de las cuentas anuales formuladas

Ejercicio 2004

Balance, cuenta del resultado  
económico-patrimonial y  
cuadro de financiación

**Balance**

Ejercicio 2004

Nº Cuentas	Activo	Ejercicio 2004	Ejercicio 2003
	<b>A) Inmovilizado</b>	<b>30.855.821,01</b>	<b>29.676.115,20</b>
20	I. Inversiones destinadas al uso general		
21, (281)	II. Inmovilizaciones inmateriales	1.453.892,80	0,00
22, (282)	III. Inmovilizaciones materiales	29.388.820,97	29.663.007,96
23	IV. Inversiones gestionadas para otros entes públicos		
25, 26, (297)	V. Inversiones financieras permanentes	13.107,24	13.107,24
27	<b>B) Gastos a distribuir en varios ejercicios</b>		
	<b>C) Activo circulante</b>	<b>92.634.285,85</b>	<b>81.235.091,82</b>
30, 31, 32, 33, 34, 35, 36, (39)	I. Existencias		
45, 46, 47, 55, (490)	II. Deudores	8.008.822,80	2.427.213,77
54, 56, (549), (597), (598)	III. Inversiones financieras temporales	83.752.564,78	76.470.696,16
57	IV. Tesorería	758.367,64	2.225.696,25
480, 580	V. Ajustes por periodificación	114.530,63	111.485,64
	<b>Total general (A+B+C)</b>	<b>123.490.106,86</b>	<b>110.911.207,02</b>

Nº Cuentas	Pasivo	Ejercicio 2004	Ejercicio 2003
	<b>A) Fondos propios</b>	<b>119.369.080,96</b>	<b>100.069.765,34</b>
	I. Patrimonio	5.357.639,39	5.360.740,72
100	Patrimonio propio	4.204.102,67	4.204.102,67
101, 103	Patrimonio recibido en adscripción o cesión	1.194.338,74	1.194.338,74
(107), (108)	Patrimonio entregado en adscripción o cesión	-40.802,02	-37.700,69
(109)	Patrimonio entregado al uso general		
11	II. Reservas	80.766.756,46	80.766.756,46
120, (121)	III. Resultados de ejercicios anteriores	13.942.268,16	0,00
129	IV. Resultados del ejercicio	19.302.416,95	13.942.268,16
14	<b>B) Provisiones para riesgos y gastos</b>	<b>1.454.148,42</b>	<b>1.393.350,48</b>
	<b>C) Acreedores a largo plazo</b>		
15	I. Emisiones de obligaciones y otros valores negociables		
17, 18	II. Otras deudas a largo plazo		
259	III. Desembolsos pendientes sobre acciones no exigidos		
	<b>D) Acreedores a corto plazo</b>	<b>2.666.877,48</b>	<b>9.448.091,20</b>
50	I. Emisiones de obligaciones y otros valores negociables		
520, 526	II. Deudas con entidades de crédito		
42, 45, 47, 521, 523, 527, 528, 529, 55, 56	III. Acreedores	2.666.877,48	9.448.091,20
485, 585	IV. Ajustes por periodificación		
	<b>Total general (A+B+C+D)</b>	<b>123.490.106,86</b>	<b>110.911.207,02</b>

**Cuenta del resultado económico patrimonial**

Ejercicio 2004

Nº Cuentas	Debe	Ejercicio 2004	Ejercicio 2003
	<b>A) Gastos</b>	<b>28.368.508,77</b>	<b>24.741.485,69</b>
71	1. Reducción de existencias de productos terminados y en curso de fabricación		
60, 61*	2. Aprovisionamientos		
	3. Gastos de funcionamiento de los servicios y prestaciones sociales	27.216.540,79	24.331.845,20
64	– Gastos de personal y prestaciones sociales	18.439.846,82	16.759.836,86
68	– Dotaciones para amortizaciones de inmovilizado	905.559,84	524.196,13
675, 69, (793), (794) (796), (798), (799)	– Variación de provisiones y pérdidas de créditos incobrables	10.375,83	-944.592,12
62, 63, 676	– Otros gastos de gestión	7.854.495,56	7.943.767,14
66	– Gastos financieros, diferencias negativas de cambio y otros gastos asimilables	6.262,74	48.637,19
	4. Transferencias y subvenciones	383.109,53	364.327,20
650, 651	– Transferencias y subvenciones corrientes	383.109,53	364.327,20
655, 656	– Transferencias y subvenciones de capital		
670, 671, 674, 678, 679	5. Pérdidas y gastos extraordinarios	768.858,45	45.313,29
	<b>Ahorro</b>	<b>19.302.416,95</b>	<b>13.942.268,16</b>

\*Con signo positivo o negativo según su saldo

Nº Cuentas	Haber	Ejercicio 2004	Ejercicio 2003
	<b>B) Ingresos</b>	<b>47.670.925,72</b>	<b>38.683.753,85</b>
70, 741, 742	1. Ventas y prestaciones de servicios		
71	2. Aumento de existencias de productos terminados y en curso de fabricación		
	3. Ingresos de gestión ordinaria	43.126.586,07	35.955.290,71
740, 744	– Ingresos tributarios	43.126.586,07	35.955.290,71
729	– Cotizaciones sociales		
	4. Otros ingresos de gestión ordinaria	2.641.263,59	2.727.441,82
76	– Ingresos financieros, diferencias positivas de cambio y otros ingresos asimilables	1.980.964,30	2.532.779,72
773, 775, 776, 777 78, 790	– Otros ingresos de gestión	660.299,29	194.662,10
	5. Transferencias y subvenciones		
750, 751	– Transferencias y subvenciones corrientes		
755, 756	– Transferencias y subvenciones de capital		
770, 771, 774, 778, 779	6. Ganancias e ingresos extraordinarios	1.903.076,06	1.021,32
	<b>Desahorro</b>		

**Cuadro de financiación. Fondos aplicados-fondos obtenidos**

Ejercicio: 2004

<b>Fondos aplicados</b>	<b>Ejercicio corriente</b>	<b>Ejercicio anterior</b>
1. Recursos aplicados en operaciones de gestión	26.698.030,62	23.833.210,71
c) Servicios exteriores	7.775.843,53	7.898.100,83
d) Tributos	37.366,59	21.708,02
e) Gastos de personal	18.326.836,98	16.404.558,93
g) Transferencias y subvenciones	383.109,53	364.327,20
h) Gastos financieros	6.262,74	48.637,19
i) Otras pérdidas de gestión corriente y gastos excepcionales	158.235,42	40.470,66
j) Dotación provisiones de activos circulantes	10.375,83	-944.592,12
4. Adquisiciones y otras altas del inmovilizado	858.158,23	1.291.724,48
b) I. Inmateriales	523.436,19	0,00
c) I. Materiales	334.722,04	1.291.724,48
5. Disminuciones directas del patrimonio	3.101,33	6.002.455,80
b) En cesión	3.101,33	2.455,80
c) Entregado al uso general.	0,00	6.000.000,00
7. Provisiones por riesgos y gastos	52.211,90	105.229,13
<b>Total aplicaciones</b>	<b>27.611.502,08</b>	<b>31.232.620,12</b>
<b>Exceso de orígenes s/ aplicaciones (aumento de capital circulante)</b>	<b>18.180.407,75</b>	<b>7.733.176,32</b>

<b>Fondos obtenidos</b>	<b>Ejercicio corriente</b>	<b>Ejercicio anterior</b>
1. Recursos procedentes de operaciones de gestión	45.786.531,17	38.683.753,85
e) Tasas, precios públicos y contribuciones especiales	43.126.586,07	35.955.290,71
g) Ingresos financieros	1.980.964,30	2.532.779,72
h) Otros ingresos de gestión corriente y gastos excepcionales	678.980,80	195.683,42
3. Incrementos directos de patrimonio	0,00	271.310,56
a) En adscripción	0,00	271.310,56
5. Enajenaciones y otras bajas de inmovilizado	5.378,66	10.732,03
c) I. Materiales	5.378,66	4.721,91
d) I. Financieras	0,00	6.010,12
<b>Total orígenes</b>	<b>45.791.909,83</b>	<b>38.965.796,44</b>

**Cuadro de financiación. Variación de capital circulante***Ejercicio: 2004*

Variación de capital circulante (resumen)	Ejercicio corriente		Ejercicio anterior	
	Aumentos	Disminuciones	Aumentos	Disminuciones
2. Deudores	5.588.240,35		975.677,77	
a) Deudores derivados de la actividad	5.588.240,35		975.677,77	
3. Acreedores		148.433,59	7.993.020,01	
a) Acreedores derivados de la actividad		78.372,29	297.767,53	
b) Otros acreedores		70.061,30	7.695.252,48	
4. Inversiones financieras temporales	7.281.868,62		5.904.078,12	
6. Otras cuentas no bancarias	6.923.015,99			6.649.991,01
7. Tesorería	3.268,07	1.470.596,68		524.684,42
a) Caja	3.268,07			6.833,36
c) Otros bancos e instituciones de crédito		1.470.596,68		517.851,06
8. Ajustes por periodificación	3.044,99		35.075,85	
<b>Total</b>	<b>19.799.438,02</b>	<b>1.619.030,27</b>	<b>14.907.851,75</b>	<b>7.174.675,43</b>
<b>Variación del capital circulante</b>	<b>18.180.407,75</b>		<b>7.733.176,32</b>	

# Informe de Auditoría de la Intervención General de la Administración del Estado



MINISTERIO  
DE ECONOMIA  
Y HACIENDA

SECRETARÍA DE ESTADO DE  
HACIENDA Y PRESUPUESTOS

INTERVENCIÓN GENERAL DE LA  
ADMINISTRACIÓN DEL ESTADO

**COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES**  
**(CNMV)**

**(Ejercicio 2004)**

MARIA DE MOLINA Nº 50  
28071 MADRID  
TEL: 91.536.70.40  
FAX: 91.536.76.26



MINISTERIO DE  
ECONOMÍA Y HACIENDA

INTERVENCIÓN GENERAL DE LA  
ADMINISTRACIÓN DEL ESTADO

## ÍNDICE

	<u>Página</u>
SECCIÓN I.- INTRODUCCIÓN .....	3
SECCIÓN II.- OBJETIVOS Y ALCANCE DEL TRABAJO .....	4
SECCIÓN III.- RESULTADOS DEL TRABAJO .....	5
SECCIÓN IV.- OPINIÓN .....	6
ANEXO: CUENTAS ANUALES DE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (CNMV) CORRESPONDIENTES AL EJERCICIO 2004	



MINISTERIO DE  
ECONOMÍA Y HACIENDA

INTERVENCIÓN GENERAL DE LA  
ADMINISTRACIÓN DEL ESTADO

## SECCIÓN I.- INTRODUCCIÓN

La Intervención General de la Administración del Estado, a través de la Oficina Nacional de Auditoría en uso de las competencias que le atribuye el artículo 168 de la Ley General Presupuestaria ha realizado el presente informe de auditoría de cuentas.

Las cuentas anuales a las que se refiere el presente informe fueron formuladas por la CNMV el día 12 de mayo de 2005 y fueron puestas a disposición de esta Oficina Nacional de Auditoría con fecha 13 de mayo de 2005.

La CNMV inicialmente formuló sus cuentas anuales el día 22 de marzo de 2005, siendo puestas a disposición de esta Oficina Nacional de Auditoría con fecha 28 de marzo de 2005. Dichas cuentas fueron modificadas en la fecha indicada en el párrafo anterior.

Nuestro trabajo se ha realizado de acuerdo con las Normas de Auditoría del Sector Público.

A handwritten signature in black ink, appearing to be the initials 'JA'.



MINISTERIO DE  
ECONOMÍA Y HACIENDA  
INTERVENCIÓN GENERAL DE LA  
ADMINISTRACIÓN DEL ESTADO

## SECCIÓN II.- OBJETIVOS Y ALCANCE DEL TRABAJO

El objetivo de nuestro trabajo es comprobar si las cuentas anuales examinadas representan en todos sus aspectos significativos la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados de la entidad de acuerdo con las normas y principios contables y presupuestarios que son de aplicación y contienen la información necesaria para su interpretación y comprensión adecuada.

Nuestro examen comprende, el Balance de Situación a 31 de diciembre de 2004, la Cuenta del Resultado Económico-Patrimonial y la Memoria correspondientes al ejercicio anual terminado en dicha fecha.

De acuerdo con la legislación vigente se presentan a efectos comparativos, con cada una de las partidas del Balance de Situación y de la Cuenta del Resultado Económico-Patrimonial, además de las cifras del ejercicio 2004, las correspondientes al ejercicio anterior. Nuestra opinión se refiere exclusivamente a las cuentas del ejercicio 2004. Con fecha de 27 de mayo de 2004, esta Oficina Nacional de Auditoría emitió un informe de auditoría de las cuentas anuales del ejercicio 2003, en el que expresó una opinión favorable.

En el desarrollo del trabajo no ha existido ninguna limitación en la aplicación de las normas y procedimientos de auditoría.



MINISTERIO DE  
ECONOMÍA Y HACIENDA

INTERVENCIÓN GENERAL DE LA  
ADMINISTRACIÓN DEL ESTADO

### **SECCIÓN III. RESULTADOS DEL TRABAJO REALIZADO**

Durante el desarrollo de nuestro trabajo de han puesto de manifiesto los siguientes hechos o circunstancias que no afectan a la imagen fiel de las cuentas auditadas:

#### **1. CAMBIO DE CRITERIO CONTABLE**

La CNMV ha modificado en el ejercicio 2004, a propuesta de los auditores, el criterio contable que venía aplicando en ejercicios anteriores en el registro de las aplicaciones informáticas, que, en aplicación del principio de importancia relativa, con anterioridad contabilizaba como un gasto del ejercicio, y que en 2004 ha procedido a activar, tanto las adquiridas y desarrolladas en el propio ejercicio como en ejercicios anteriores, por el coste de adquisición o de producción.

En la nota adicional 2 de la Memoria de las cuentas anuales, se informa del efecto neto que este cambio de criterio ha tenido en el activo del Balance de Situación a 31 de diciembre de 2004 y que ha supuesto un incremento del valor neto del mismo por importe de 1.453.892,80 euros, mediante el registro en la cuenta de "aplicaciones informáticas" de su valor bruto por 2.407.830,74 euros y de la amortización acumulada a esa fecha por importe de 953.937,94 euros.

Asimismo, este cambio de criterio contable también ha tenido efectos en la Cuenta del Resultado Económico-Patrimonial del ejercicio 2004, ya que ha supuesto un incremento del ahorro obtenido en el ejercicio por importe neto de 1.430.543,43 euros, a consecuencia de la activación del coste bruto de las aplicaciones informáticas de ejercicios anteriores mediante abono en la cuenta "beneficios e ingresos de ejercicios anteriores" por un importe de 1.884.394,55 euros,, así como de las aplicaciones desarrolladas por la entidad en 2004 con abono a la cuenta "trabajos realizados para el inmovilizado inmaterial" por importe de 500.086,82 euros; de la regularización contable de la amortización acumulada procedente de años anteriores mediante cargo en la cuenta "gastos y pérdidas de ejercicios anteriores" por importe de 625.232,41 euros, y de la correspondiente dotación a la amortización del ejercicio 2004 por importe de 328.705,53 euros.

Estamos de acuerdo con el cambio de criterio contable aplicado por la entidad.



MINISTERIO DE  
ECONOMÍA Y HACIENDA

INTERVENCIÓN GENERAL DE LA  
ADMINISTRACIÓN DEL ESTADO

#### SECCIÓN IV.- OPINIÓN

En nuestra opinión, las cuentas anuales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) correspondientes al ejercicio 2004, representan en todos sus aspectos significativos la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados de la entidad y contienen la información necesaria para su interpretación y comprensión adecuada, de conformidad con las normas y principios contables y presupuestarios que son de aplicación que guardan uniformidad con los aplicados en el ejercicio anterior, excepto por el cambio de criterio contable descrito en el apartado 1 de Resultados del Trabajo con el que estamos de acuerdo.

Madrid, a 9 de junio de 2005

La Auditora Nacional Directora de Equipo,

Fdo.: Yolanda Tabera Morales

El Jefe de División de Control Financiero  
y Auditoría del Sector Público Estatal,

Fdo.: Alberto Girón González





# Índice detallado

<b>Presentación</b> .....	<b>9</b>
<b>I. Mercados y emisores</b> .....	<b>12</b>
<b>1. Panorámica general</b> .....	<b>13</b>
1.1. Panorámica internacional .....	13
1.2. Panorámica de los mercados españoles .....	17
1.2.1. El marco económico y financiero nacional .....	17
1.2.2. La inversión de particulares y familias en activos financieros .....	18
1.2.3. La inversión extranjera en España .....	19
1.2.4. Los mercados de valores españoles .....	21
<b>2. Bolsas de valores</b> .....	<b>25</b>
2.1. Tamaño del mercado .....	25
2.1.1. Sociedades cotizadas .....	25
2.1.2. Capitalización bursátil .....	26
2.1.3. Negociación .....	28
2.1.4. Crédito al mercado y préstamo de valores .....	30
2.2. Emisiones y ofertas públicas de venta .....	30
2.3. Exclusiones de negociación .....	32
2.4. Ofertas públicas de adquisición de valores .....	33
2.5. Latibex .....	34
2.6. Organización del <i>holding</i> de mercados BME .....	36
2.7. Retos e innovaciones .....	36
2.7.1. Nuevo entorno regulatorio europeo .....	36
2.7.2. Plan de dinamización de la economía e impulso a la productividad .....	38
<b>3. Mercados de renta fija</b> .....	<b>39</b>
3.1. Deuda pública .....	40
3.1.1. Emisiones .....	40
3.1.2. Negociación .....	41
3.2. Renta fija privada .....	42
3.2.1. Instrumentos .....	42
3.2.2. Emisores, emisiones y saldos vivos admitidos en el mercado .....	42
3.2.3. Mercado primario de renta fija privada .....	43
3.2.4. Mercados secundarios de renta fija: AIAF y bolsas .....	46
3.3. Plan de competitividad del mercado español de renta fija .....	47
<b>4. Emisores y gobierno corporativo</b> .....	<b>49</b>
4.1. Información de los emisores .....	49
4.1.1. Información anual, auditorías e información pública periódica .....	49
4.1.2. Hechos relevantes y otras comunicaciones recibidas en la CNMV .....	50
4.1.3. Participaciones significativas .....	52
4.1.4. Derechos de opción .....	52
4.1.5. Autocartera .....	53
4.2. Gobierno corporativo .....	54
4.2.1. Restricciones estatutarias y pactos parasociales .....	54
4.2.2. Voto a distancia en las juntas generales .....	55
4.2.3. Páginas web de las sociedades cotizadas .....	55

<b>5. Registro, contrapartida, compensación y liquidación</b>	<b>57</b>
5.1. Iberclear	57
5.1.1. Iberclear-CADE	57
5.1.2. Iberclear-SCLV	59
5.1.3. Innovaciones y mejoras	60
5.2. MeffClear	61
<b>6. Mercados de productos derivados</b>	<b>63</b>
6.1. Mercado MEFF	63
6.2. <i>Warrants</i>	67
6.2.1. Emisiones	67
6.2.2. Negociación	68
6.3. Otros contratos financieros	68
6.4. Mercados de derivados sobre mercaderías	68
Anexos I	70
<b>II. Entidades financieras y servicios de inversión</b>	<b>88</b>
<b>7. Instituciones de inversión colectiva (IIC)</b>	<b>89</b>
7.1. Fondos de inversión	89
7.1.1. Patrimonio	89
7.1.2. Partícipes e instituciones	92
7.1.3. Política inversora	92
7.1.4. Rentabilidades y comisiones	92
7.2. Sociedades de inversión de capital variable (SICAV)	94
7.2.1. Accionistas y patrimonio	94
7.2.2. Inversión en cartera	94
7.3. Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC)	95
7.3.1. Patrimonio e instituciones gestionadas	95
7.3.2. Resultados	96
7.4. Depositarios de IIC	97
7.5. Comercialización en España de IIC extranjeras	98
<b>8. Empresas de servicios de inversión (ESI)</b>	<b>99</b>
8.1. Sociedades y agencias de valores	99
8.1.1. Análisis de la cuenta de resultados	101
8.1.2. Detalle de los ingresos por comisiones	103
8.2. Sociedades gestoras de cartera	104
8.3. Actividad transfronteriza	106
8.3.1. Actuación transfronteriza de las ESI españolas	106
8.3.2. Actuación de las ESI extranjeras	107
<b>9. Prestación de servicios de inversión por las entidades de crédito</b>	<b>108</b>
9.1. Autorización y registro	108
9.2. Actividad en valores de las entidades de crédito	108
<b>10. Entidades de capital-riesgo</b>	<b>110</b>
10.1. Marco legal	110
10.2. ECR registradas en la CNMV	110
Anexos II	112

<b>III. La regulación y supervisión de los mercados de valores</b> .....	<b>116</b>
<b>11. Regulación financiera</b> .....	<b>117</b>
11.1. Legislación europea .....	117
11.1.1. Legislación de nivel 1 .....	118
11.1.2. Legislación de nivel 2 .....	119
11.1.3. Mandatos de la Comisión Europea a CESR para desarrollo de medidas de nivel 2 .....	120
11.1.4. Actuaciones de CESR correspondientes al nivel 3 .....	121
11.1.5. Otras actuaciones llevadas a cabo por CESR .....	122
11.1.6. Participación de emisores, intermediarios e inversores españoles en el proceso legislativo europeo .....	123
11.2. Legislación española .....	123
11.2.1. Normas sobre el mercado de valores .....	123
11.2.2. Otras normas españolas con incidencia en los mercados de valores .....	124
<b>12. Supervisión</b> .....	<b>125</b>
12.1. Supervisión de los mercados .....	125
12.1.1. Actuaciones destacadas en los distintos mercados .....	126
12.1.2. Unidad de vigilancia de mercados .....	127
12.2. Supervisión de entidades .....	128
12.2.1. Supervisión de las empresas de servicios de inversión .....	128
12.2.2. Supervisión de las normas de conducta en la prestación de servicios de inversión por parte de las entidades de crédito .....	132
12.2.3. Supervisión de las instituciones de inversión colectiva .....	132
12.2.4. Supervisión de entidades de capital-riesgo .....	135
12.2.5. Supervisión de las sociedades gestoras de fondos de titulización .....	136
12.2.6. Colaboración en la prevención del blanqueo de capitales .....	136
<b>13. Atención al inversor</b> .....	<b>137</b>
13.1. Los defensores del cliente en las entidades financieras .....	137
13.2. Consultas y reclamaciones ante la CNMV .....	137
13.2.1. Oficina de Atención al Inversor de la CNMV .....	137
13.2.2. Servicio de Reclamaciones .....	138
13.3. Formación e información al inversor .....	141
13.3.1. Guías del Inversor .....	141
13.3.2. Cumbres del Inversor .....	142
13.3.3. Otras actividades divulgativas .....	142
13.4. Advertencias sobre entidades no autorizadas .....	142
13.5. Actuaciones de especial interés en los ámbitos de la calidad de la información y en las prácticas de comercialización .....	142
13.5.1. Folletos de emisión y OPV .....	142
13.5.2. Folletos informativos de los fondos de inversión .....	143
13.5.3. Publicidad sobre los productos y servicios de inversión .....	143
13.5.4. Calidad de la información en la comercialización de valores .....	144
13.5.5. Otras actuaciones destinadas a reforzar la protección del inversor en las actividades de comercialización .....	144
13.6. Fondo de Garantía de Inversiones .....	145

<b>14. Actuaciones disciplinarias</b> .....	<b>146</b>
14.1. Expedientes sancionadores .....	146
14.1.1. Estadísticas .....	146
14.1.2. Criterios de interés .....	147
14.2. Servicio contencioso .....	149
14.2.1. Relaciones con los órganos jurisdiccionales .....	149
14.2.2. Revisión judicial de resoluciones sancionadoras .....	150
14.2.3. Cooperación internacional .....	150
<b>Anexos III</b> .....	<b>152</b>
<b>IV. CNMV: Aspectos organizativos, económicos e institucionales</b> .....	<b>164</b>
<b>15. Organización</b> .....	<b>165</b>
15.1. Organigrama .....	165
15.2. Recursos humanos .....	165
15.3. Sistemas de información .....	166
15.4. Procedimientos internos .....	166
<b>16. Gestión económica</b> .....	<b>169</b>
16.1. Ingresos y gastos .....	169
16.2. Estructura de tasas .....	169
<b>17. Relaciones institucionales</b> .....	<b>171</b>
17.1. Relaciones con otros supervisores españoles .....	171
17.2. Relaciones internacionales .....	172
17.2.1. Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) .....	172
17.2.2. Cooperación con Iberoamérica .....	173
17.2.3. Otros foros internacionales .....	174
<b>18. Agencia Nacional de Codificación de Valores</b> .....	<b>176</b>
<b>19. Comité Consultivo de la CNMV</b> .....	<b>177</b>
<b>Anexos IV</b> .....	<b>178</b>
<b>V. Informe del Órgano de Control Interno</b> .....	<b>182</b>
<b>VI. Cuentas formuladas e Informe de Auditoría</b> .....	<b>190</b>
Resumen de las cuentas anuales formuladas. Ejercicio 2004. Balance, cuenta del resultado económico-patrimonial y cuadro de financiación .....	191
Informe de Auditoría de la Intervención General de la Administración del Estado .....	196

# Índice de cuadros y gráficos

## Capítulo 1: Panorámica general ..... 13

### Cuadros

1.1.	Los mercados de renta variable: índices y contratación.....	17
1.2.	Indicadores de la economía española.....	18
1.3.	Adquisición neta de activos financieros de los hogares.....	19
1.4.	Composición del activo financiero de los hogares.....	20
1.5.	Adquisición neta de activos financieros del sector no residente.....	20
1.6.	Resultados antes de impuestos de las sociedades del IGBM.....	22
1.7.	Capitalización y contratación bursátil en 2004.....	22
1.8.	Patrimonio de los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) en los principales países europeos.....	24
A.1.1.	Indicadores de economía internacional.....	70
A.1.2.	Evolución de los índices sectoriales de la Bolsa de Madrid y Bolsa de Barcelona.....	71

### Gráficos

1.1.	Tasa de crecimiento anual del PIB.....	13
1.2.	Tipos de intervención de los bancos centrales.....	14
1.3.	Tipo de cambio del euro frente al dólar americano y yen japonés.....	15
1.4.	Tipos de interés de la deuda pública a diez años.....	15
1.5.	Pendiente de la curva de crédito de la deuda privada (BBB-AAA).....	16
1.6.	Evolución de los principales índices bursátiles internacionales.....	16
1.7.	Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de los distintos sectores institucionales de la economía española en porcentaje sobre el PIB.....	19
1.8.	Distribución de la deuda del Estado por tipo de inversor.....	21
1.9.	Distribución del valor efectivo de las transacciones en la bolsa española por tipo de inversor.....	21
1.10.	Evolución del Ibex 35 y de su volatilidad implícita.....	22
1.11.	Evolución del saldo vivo de la renta fija.....	23

## Capítulo 2: Bolsas de valores

### Cuadros

2.1.	Sociedades cotizadas en las bolsas españolas.....	26
2.2.	Capitalización de la renta variable en las bolsas españolas.....	26
2.3.	Sociedades cotizadas por sectores a 31/12/2004.....	27
2.4.	Concentración de la capitalización de la renta variable.....	27
2.5.	Contratación de la renta variable.....	28
2.6.	Contratación según modalidades en el mercado continuo.....	28
2.7.	Concentración de la contratación de la renta variable en las bolsas españolas.....	30
2.8.	Miembros de las bolsas de valores.....	30
2.9.	Crédito al mercado y préstamo de valores.....	31
2.10.	Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta.....	31
2.11.	Ampliaciones de capital y ofertas públicas de venta: importe efectivo.....	32
2.12.	Ofertas públicas de adquisición de valores.....	33
2.13.	Sociedades cotizadas en Latibex por países.....	34
2.14.	Sociedades cotizadas en Latibex por sectores.....	35
2.15.	Estructura accionarial de Bolsas y Mercados Españoles a 31/12/2004.....	37
A.1.3.	Concentración sectorial de la capitalización.....	71
A.1.4.	Porcentaje de la capitalización por sectores y mayores empresas respecto al conjunto del mercado.....	72

A.I.5.	Capitalización y contratación de las sociedades pertenecientes al índice Ibex 35 .....	73
A.I.6.	Emisiones de renta variable registradas en la CNMV en 2004.....	74
A.I.7.	Sociedades excluidas de cotización bursátil en 2004 .....	75
A.I.8.	Ofertas públicas de adquisición de valores autorizadas en 2004 .....	78

#### Gráficos

2.1.	Rotación en el mercado continuo .....	29
2.2.	Distribución sectorial de la contratación bursátil.....	29
2.3.	Evolución del FTSE Latibex All Share .....	35
2.4.	Sociedades del Grupo de Bolsas y Mercados Españoles (BME).....	36

### Capítulo 3: Mercados de renta fija

#### Cuadros

3.1.	Emisiones brutas y saldos vivos: distribución por emisores .....	40
3.2.	Contratación de deuda del Estado. Conjunto del mercado. Operaciones a vencimiento, con pacto de recompra y simultáneas.....	41
3.3.	Emisores, emisiones y saldo vivo de renta fija en AIAF.....	43
3.4.	Emisores, emisiones y saldo vivo de renta fija en bolsa.....	43
3.5.	Emisiones brutas registradas en la CNMV: detalle por instrumentos .....	44
3.6.	Contratación total en AIAF .....	46
3.7.	Contratación de renta fija en las bolsas.....	46
A.I.9.	Emisiones brutas de las Administraciones Públicas (AAPP) .....	79
A.I.10.	Emisiones netas de las Administraciones Públicas.....	79
A.I.11.	Contratación de deuda del Estado entre titulares de cuenta. Operaciones a vencimiento, con pacto de recompra y simultáneas.....	80
A.I.12.	Contratación de letras del Tesoro entre titulares de cuenta. Distribución por tipo de contratación .....	80
A.I.13.	Contratación de bonos y obligaciones del Estado entre titulares de cuenta. Distribución por tipo de contratación .....	81
A.I.14.	Contratación de deuda del Estado con terceros. Operaciones a vencimiento, con pacto de recompra y simultáneas.....	81
A.I.15.	Número de emisores y emisiones registradas en la CNMV: detalle por instrumentos.....	82
A.I.16.	Principales emisores de renta fija en 2004 .....	82
A.I.17.	Principales emisores de renta fija en 2004. Detalle por instrumentos.....	83
A.I.18.	Emisores de pagarés: mayores saldos vivos a 31 de diciembre de 2004.....	84
A.I.19.	Principales emisores de bonos de titulización en 2004 .....	85
A.I.20.	Contratación en AIAF por cuenta propia .....	85

#### Gráficos

3.1.	Evolución de la emisión de valores de renta fija en España.....	39
3.2.	Evolución de la contratación de renta fija en los mercados secundarios regulados.....	40
3.3.	Rentabilidad de la renta fija a largo plazo: deuda privada y pública .....	42
3.4.	Evolución de las emisiones de titulización registradas en la CNMV.....	45
3.5.	Tipos de interés de pagarés, depósitos interbancarios y repos a tres meses.....	47

### Capítulo 4: Emisores y gobierno corporativo

#### Cuadros

4.1.	Resumen de las auditorías de sociedades emisoras recibidas en la CNMV.....	50
4.2.	Hechos relevantes y otras comunicaciones recibidas en la CNMV .....	51
4.3.	Comunicaciones de derechos de opción a 31/12/2004.....	52
4.4.	Pactos parasociales: porcentaje de capital social afectado.....	55

A.I.21. Sociedades requeridas por la CNMV por salvedades en auditorías sobre las cuentas de 2003.....	86
A.I.22. Número de accionistas de las sociedades del Ibex 35 con participación significativa .....	87

## Capítulo 5: Registro, contrapartida, compensación y liquidación

### Cuadros

5.1. Entidades participantes en Iberclear .....	57
5.2. Iberclear CADE. Actividades de registro.....	59
5.3. Iberclear CADE. Número de operaciones liquidadas.....	59
5.4. Iberclear CADE. Importe de las operaciones liquidadas.....	59
5.5. Iberclear SCLV. Operaciones liquidadas.....	60
5.6. Iberclear SCLV. Actividad de registro .....	60
5.7. Evolución de la actividad en MeffClear .....	62

## Capítulo 6: Mercados de productos derivados

### Cuadros

6.1. Negociación en los mercados de derivados financieros en España .....	64
6.2. Negociación de futuros y opciones sobre acciones individuales en MEFF RV .....	65
6.3. Número de miembros en MEFF. 2004.....	66
6.4. Emisiones de <i>warrants</i> registradas en la CNMV.....	67
6.5. Contratación de <i>warrants</i> en el mercado continuo .....	67
6.6. Emisiones de contratos de compra/venta de opciones registrados en la CNMV.....	68
6.7. Número de miembros en MFAO. 2004.....	69

### Gráficos

6.1. Contratación de futuros y opciones sobre Ibex 35 respecto al mercado continuo (%).....	65
6.2. Contratación de productos derivados sobre tipos de interés a largo plazo .....	66

## Capítulo 7: Instituciones de inversión colectiva (IIC)

### Cuadros

7.1. Patrimonio y variación patrimonial de los fondos de inversión: detalle por categoría .....	90
7.2. Altas y bajas en el registro de entidades en 2004.....	91
7.3. Distribución del patrimonio de los fondos de inversión .....	93
7.4. Rentabilidad de los fondos de inversión: detalle por categoría .....	93
7.5. Distribución del patrimonio de las SICAV.....	95
7.6. Número de carteras gestionadas por las SGIIC: detalle por tipo de IIC.....	96
7.7. Patrimonio gestionado por las SGIIC: detalle por tipo de IIC .....	96
7.8. Cuenta de pérdidas y ganancias de las SGIIC.....	97
7.9. IIC extranjeras comercializadas en España .....	98
A.II.1. Cartera de los fondos: peso en el saldo vivo de valores españoles.....	112
A.II.2. Gastos repercutidos a los fondos de inversión .....	112
A.II.3. Registro de entidades y grupos de control de SGIIC. 2004 .....	113
A.II.4. Cambios de control en SGIIC. 2004.....	113

### Gráficos

7.1. Evolución del patrimonio de los fondos de inversión en España.....	89
7.2. Evolución del número de SICAV y del patrimonio .....	94
7.3. Sociedades Gestoras de IIC: patrimonio gestionado y resultados .....	96
7.4. Depositarios de IIC: distribución del patrimonio en custodia (%).....	97

## Capítulo 8: Empresas de servicios de inversión (ESI)

### Cuadros

8.1.	Altas y bajas en el registro de entidades.....	99
8.2.	Registro de entidades y grupos de control de ESI. 2004.....	100
8.3.	Cambios de control en ESI. 2004.....	100
8.4.	Cuenta de pérdidas y ganancias de las sociedades de valores.....	101
8.5.	Cuenta de pérdidas y ganancias de las agencias de valores.....	102
8.6.	Comisiones brutas percibidas por las sociedades y agencias de valores.....	104
8.7.	Registro de entidades y grupos de control de SGC. 2004.....	105
8.8.	Patrimonio gestionado por las SGC.....	105
8.9.	Cuenta de pérdidas y ganancias de las SGC.....	106
A.II.5.	ESI españolas con pasaporte comunitario: Estado de acogida.....	114
A.II.6.	ESI extranjeras con pasaporte comunitario: Estado de origen.....	115

### Gráficos

8.1.	ROE antes de impuestos de las sociedades de valores.....	102
8.2.	ROE antes de impuestos de las agencias de valores.....	103
8.3.	Sociedades de valores miembros de bolsa: volumen mediado y corretaje efectivo en renta variable nacional.....	104
8.4.	Patrimonio gestionado y resultados de las SGC antes de impuestos.....	105

## Capítulo 9: Prestación de servicios de inversión por las entidades de crédito

### Cuadros

9.1.	Comisiones percibidas por las entidades de crédito en la prestación de servicios de valores y en la comercialización de productos financieros no bancarios.....	109
9.2.	Comisiones percibidas por prestación de servicios de inversión en 2004: comparación entre ESI y entidades de crédito.....	109
9.3.	Valores depositados en las entidades de crédito a 31 de diciembre.....	109

## Capítulo 10: Entidades de capital-riesgo

### Cuadros

10.1.	Altas y bajas en el registro de ECR en 2004.....	110
-------	--	-----

## Capítulo 11: Regulación financiera

### Cuadros

11.1.	Normativa desarrollada en 2004 de acuerdo con el PASF.....	118
-------	--	-----

## Capítulo 12: Supervisión

### Cuadros

12.1.	Resumen de la actividad supervisora en 2004.....	125
12.2.	Suspensiones temporales de cotización en bolsa.....	126
12.3.	Actuaciones de la Unidad de Vigilancia de Mercados en 2004.....	127
12.4.	Supervisión de ESI: requerimientos remitidos por la CNMV en 2004.....	128
12.5.	Empresas de servicios de inversión. Margen de cobertura de los recursos propios sobre el coeficiente de solvencia en 2004.....	129
12.6.	Grupos consolidables: número de grupos de cada tipo.....	129
12.7.	Número de entidades de cada tipo integradas en los grupos consolidables.....	130
12.8.	Supervisión de las IIC: requerimientos remitidos por la CNMV en 2004.....	133

## Capítulo 13: Atención al inversor

### Cuadros

13.1. Consultas: distribución por tema de consulta en 2004 .....	138
13.2. Entidades contra las que se reclama .....	139
13.3. Contenido de las reclamaciones en 2004.....	139
13.4. Resumen del resultado de las reclamaciones .....	139
13.5. Guías del inversor: número de acuerdos de difusión y número de ejemplares distribuidos ..	141
A.III.1. Advertencias al público sobre entidades no registradas.....	152

## Capítulo 14: Actuaciones disciplinarias

### Cuadros

14.1. Número de infracciones contempladas en expedientes sancionadores .....	146
14.2. Sanciones impuestas .....	148
14.3. Tipos de infracciones en expedientes.....	148
14.4. Relación con órganos jurisdiccionales en 2004.....	150
14.5. Peticiones de apoyo internacional en el área de inspección.....	151
A.III.2. Resolución de expedientes sancionadores en 2004 .....	159
A.III.3. Relación de sentencias recaídas en recursos contencioso-administrativos (R.C.A.) durante 2004 contra resoluciones en materia de sanciones .....	163

## Capítulo 15: Organización

### Cuadros

15.1. Plantilla de la CNMV: composición por categorías profesionales .....	166
15.2. Distribución del personal entre las direcciones de la CNMV .....	166
15.3. Relación de trámites que pueden realizarse a través de CIFRADOCC/CNMV .....	167
A.IV.1. Composición del Consejo de la CNMV .....	178
A.IV.2. Composición del Comité Ejecutivo de la CNMV .....	178
A.IV.3. Composición del Comité Consultivo de la CNMV.....	179
A.IV.4. Direcciones de la CNMV .....	180

## Capítulo 16: Gestión económica

### Cuadros

16.1. Ingresos por tasas en la CNMV .....	170
---	-----

## Capítulo 17: Relaciones institucionales

### Cuadros

17.1. Asistencia a reuniones internacionales y participación en misiones de asistencia técnica..	172
--	-----

## Capítulo 18: Agencia Nacional de Codificación de Valores

### Cuadros

18.1. Número de valores y otros instrumentos financieros codificados a 31/12/2004 .....	176
18.2. Consultas atendidas directamente por la ANCV.....	176

## Índice de recuadros

Nueva regulación europea de las OPA .....	33
La titulización de derechos de crédito futuros.....	45
Aplicación de las Normas Internacionales de Información Financiera a partir del ejercicio 2005..	51
Plazos de comunicación de participaciones significativas, adquisición de acciones propias y derechos de opción .....	53
El papel de las centrales de depósito de valores en las transacciones transfronterizas.....	58
Fondos garantizados.....	91

© CNMV. Madrid, 2005

Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se cite su procedencia.

La CNMV difunde sus informes y publicaciones a través de la red internet en la dirección [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)

**Ficha Técnica**

Diseño gráfico: Adrian Tyler

Maquetación y preimpresión: Cromotex

Imprime: Elkar

ISBN: 84-87870-46-5

Dep. Legal: BI-1731-2005

