

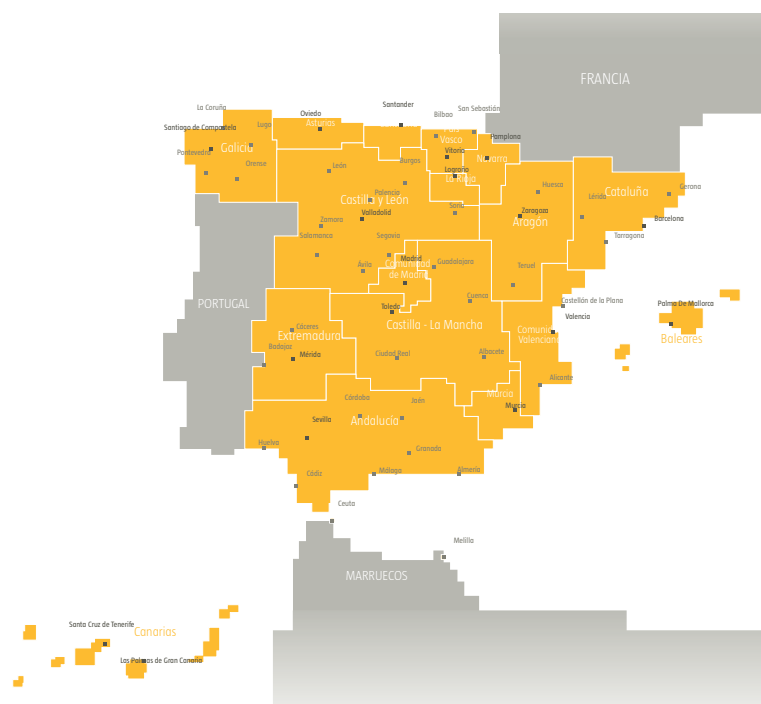
FOCUS

LEGAL



EL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL

1. Introducción



1. INTRODUCCIÓN

Desde el punto de vista institucional, se puede definir el sistema financiero como el conjunto de entidades que generan, recogen, administran y dirigen tanto el ahorro como la inversión, en un sistema político-económico.

España tiene un sistema financiero diversificado, moderno, competitivo y completamente integrado en los mercados financieros internacionales.

El sistema financiero comprende el mercado crediticio, el mercado de valores y el mercado monetario, así como mercados específicos para derivados (opciones y futuros basados en diferentes activos, v. gr. el índice de cotización de acciones denominado IBEX 35).

2. Intituciones financieras

2. INSTITUCIONES FINANCIERAS

Los operadores del sistema financiero español pueden clasificarse de la siguiente manera:

- **Banco Central:**
 - Banco de España.
- **Entidades de crédito tradicionales:**
 - Bancos españoles y extranjeros.
 - Cajas de Ahorro.
 - Cooperativas de Crédito - Cajas Rurales.
- **Otras entidades de crédito:**
 - Establecimientos financieros de crédito (introducidos por la Ley 3/94, por la que se adaptó la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria). Son entidades de crédito especializadas en determinadas actividades –v. gr., arrendamiento financiero, financiación, crédito hipotecario, etc.– que no pueden captar fondos reembolsables del público.
 - Entidades de Dinero Electrónico (introducidas por la Ley 44/2002, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero o Ley Financiera, y reguladas por Real Decreto 322/2008 de 29 de febrero). Son entidades de crédito especializadas en la emisión de dinero electrónico, esto es; el valor monetario representado por un crédito exigible a su emisor: a) almacenado en soporte electrónico, b) emitido al recibir fondos de un importe cuyo valor no será inferior al valor monetario emitido, y c) aceptado como medio de pago por empresas distintas del emisor.
 - Confederación Española de Cajas de Ahorro (CECA): asociación que agrupa a algunas de las Cajas de Ahorro españolas que, además, tiene ella misma la consideración de entidad de crédito.
 - Instituto de Crédito Oficial, ICO (actúa como Agencia Financiera del Gobierno y banco de desarrollo).
- **Instituciones de inversión:**
 - Instituciones de inversión colectiva:
 - Sociedades de inversión:
 - Mobiliaria de Capital Variable (SICAV).

2. Intituciones financieras

- Inmobiliaria (SII).
- Fondos de inversión:
 - Mobiliaria (FI).
 - Inmobiliaria (FII).
- Activos del mercado monetario:
 - Títulos hipotecarios.
 - Planes y fondos de pensiones.
 - Otros.
- Sociedades y fondos de Capital Riesgo.
- **Empresas de Servicios de Inversión:**
 - Sociedades y agencias de valores.
 - Sociedades Gestoras de Carteras.
 - Empresas de Asesoramiento Financiero.
- **Otras sociedades gestoras:**
 - Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva.
 - Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización.
 - Sociedades Gestoras de Fondos de Pensiones.
 - Sociedades Gestoras de Entidades de Capital-Riesgo.
- **Compañías de seguros y reaseguros y corredores de seguros**
- **Otras entidades financieras:**
 - Sociedades de Garantía Recíproca.
 - Sociedades de Refianzamiento.

2. Instituciones financieras

2.1 Principales entidades de crédito

Las principales entidades de crédito, es decir, los bancos, las cajas de ahorros y las cooperativas de crédito juegan un papel muy relevante en el sector financiero español, tanto por su volumen de negocio como por su presencia en todos los segmentos de la economía. En este sentido, las entidades de crédito están facultadas para desarrollar lo que se denomina “banca universal”, no restringida a las actividades bancarias tradicionales de mera captación de fondos y de financiación a través de la concesión de préstamos y créditos, sino que su actividad alcanza la prestación de servicios parabancarios, de mercado de valores, banca privada y banca de inversión.

En el ámbito español, desde la constitución del Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC) y el Banco Central Europeo (BCE), han sido redefinidas las funciones que venía desempeñando el Banco de España, participando en el desarrollo de las siguientes funciones básicas que han sido atribuidas al SEBC:

- Definición y ejecución de la política monetaria de la Zona Euro con el objetivo de mantener la estabilidad de precios en dicha zona.
- Realizar las operaciones de cambio de divisas, poseer y gestionar las reservas oficiales de divisas del Estado.
- Promover el buen funcionamiento del sistema de pagos en la Zona Euro.
- Emitir billetes de curso legal.

Asimismo, el Banco de España, conforme a lo dispuesto en su Ley de Autonomía, posee las siguientes funciones:

- Supervisar la solvencia y el comportamiento de las entidades de crédito y de los mercados financieros.
- Promover el buen funcionamiento y la estabilidad del sistema financiero y de los sistemas de pagos nacionales.
- Elaborar y publicar las estadísticas relacionadas con sus funciones.
- Prestar servicios de Tesorería y agente financiero de la Deuda Pública.
- Asesorar al Gobierno y realizar los informes y estudios que resulten procedentes.

Las entidades de crédito españolas estuvieron históricamente sujetas a un excesivo intervencionismo que afectaba al desarrollo de su actividad en forma de restricciones a su inversión y limitaciones a la fijación de comisiones y tipos de interés, lo que les obligaba a competir mediante la mejora constante de su eficiencia y de la calidad de los servicios prestados a la clientela.

2. Instituciones financieras

Esta circunstancia ha permitido a las entidades de crédito españolas no sólo soportar la libre competencia de las entidades de crédito europeas a partir de la entrada de España en la entonces Comunidad Económica Europea, sino ser capaces de competir en igualdad de condiciones e incluso expandirse.

A 30 de enero de 2009 hay registrados oficialmente en el Banco de España 66 bancos, 45 cajas de ahorro, 83 cooperativas de crédito, 81 sucursales de entidades de crédito extranjeras comunitarias, 477 entidades de crédito comunitarias operando sin establecimiento, 8 sucursales de entidades de crédito extracomunitarias y 54 oficinas de representación en España de entidades de crédito extranjeras, así como numerosas filiales, sucursales, oficinas de representación y corresponsales en el extranjero¹.

Las cajas de ahorro son entidades de crédito con libertad y equiparación operativa completa al resto de los integrantes del sistema financiero español. Están constituidas bajo la forma jurídica de fundaciones de naturaleza privada, con finalidad social y actuación bajo criterios de puro mercado, aunque reinvierten gran parte de los beneficios obtenidos a través de su obra social.

Estas instituciones, de larga tradición y arraigo en España, captan una porción muy sustancial del ahorro privado y se caracterizan, desde el punto de vista del negocio de activo, por ofrecer financiación al sector privado (vía créditos hipotecarios, etc.). También destaca su labor en la financiación de grandes obras públicas y proyectos privados mediante la suscripción y adquisición de valores de renta fija.

Hasta 1988, las cajas de ahorro tenían restringido el ámbito geográfico de actuación al de su Comunidad Autónoma. A partir de dicha fecha se produjo una expansión en todo el territorio nacional que motivó que ya en 1998 su red fuera más extensa que la de los propios bancos.

De este modo, la red de oficinas en el sector bancario registró un crecimiento muy moderado y constante hasta 1999. Sin embargo, los bancos han procedido a reducir el número de sucursales y un aumento de personal por oficina para ofrecer un trato más personalizado, así como un incremento de la oferta de servicios financieros de alto valor añadido, lo que implica la reasignación de personal desde las sedes centrales hacia la red comercial.

Las cajas de ahorro españolas se encuentran integradas en la Confederación Española de Cajas de Ahorro (CECA), entidad de crédito constituida en 1928 con el fin de convertirse en la Asociación Nacional y el ente financiero de las Cajas de Ahorro y que hoy se compone de 45 cajas de ahorro confederadas.

Bancos y cajas de ahorros se han visto envueltos durante los últimos años en un importante proceso dirigido a optimizar su posición y dimensión de cara al mercado único europeo de servicios

¹ Banco de España

2. Intituciones financieras

bancarios. Como parte de este proceso, se produjo un avance en la integración que ha afectado a los mayores bancos españoles y que ha dado lugar al nacimiento de dos grupos bancarios (SCH y BBVA) de dimensión europea y gran presencia en Iberoamérica. Asimismo, con efectos de 1 de enero de 2004, se produjo la fusión transfronteriza Barclays Banco Zaragozano, creando el sexto grupo bancario, en la banca española, por volumen de beneficios obtenidos. El 12 de noviembre de 2004 se produjo la adquisición del banco Abbey National Plc. del Reino Unido, por SCH. Asimismo, hoy en día estamos asistiendo a una expansión internacional sin precedentes de la banca española, como pone de manifiesto la reciente compra, en 2008 y 2009, por parte del Santander de la entidad británica Alliance & Leicester y de la estadounidense Sovereign Bancorp. La misma estela ha seguido su principal competidor, el BBVA, que en 2007 cerró la compra del estadounidense Compass Bancshares.

A efectos regulatorios, cabe destacar la Ley 26/2003, de 17 de julio, por la que se modifican la Ley de Mercado de Valores y la Ley de Sociedades Anónimas, con la finalidad de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas.

En el contenido de esta regulación destaca, en relación con las cajas de ahorro, que aquéllas que emitan valores admitidos a negociación en mercados oficiales de valores deberán publicar anualmente un informe de gobierno corporativo, el cual deberá ser comunicado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y deberá contemplar, entre otros aspectos:

- La estructura de administración de la entidad, con información exhaustiva sobre remuneraciones de los órganos de administración.
- Las operaciones efectuadas con los miembros del consejo de administración y de la comisión de control de las cajas de ahorro y con los grupos políticos.
- Remuneraciones percibidas por la prestación de servicios por administradores y directivos a la caja.
- Estructura de negocio y de las relaciones dentro de su grupo económico.
- Sistemas de control de riesgo.

2.2 Establecimientos Financieros de Crédito

Su regulación se encuentra establecida en el Real Decreto 692/1996, de 26 de abril, donde estas entidades quedan caracterizadas como entidades de crédito, lo que les permite, entre otras cosas, acceder a la financiación interbancaria. A 30 de enero de 2009 en el Banco de España había un total de 75 establecimientos financieros de crédito registrados.

Su ámbito de actuación se sitúa en el desarrollo de las actividades bancarias y parabancarias:

2. Instituciones financieras

- Las de préstamo y crédito, incluyendo el crédito al consumo, el crédito hipotecario y la financiación de las transacciones comerciales.
- Las de *factoring*, con o sin recurso y sus operaciones complementarias.
- Las de arrendamiento financiero o *leasing*.
- Las de concesión de avales y garantías.

El *leasing* es la operación mercantil de carácter financiero por la cual se adquiere un bien elegido previamente por el cliente y se cede el uso a éste a cambio de la percepción de unas cuotas periódicas (normalmente mensuales) concediéndose, al finalizar el período de dicho contrato, la posibilidad de ejercitar una opción de compra sobre el bien, abonando el valor residual del mismo.

El *factoring* consiste en la cesión, por parte de una empresa, de los créditos comerciales contraídos con sus clientes, a una entidad de crédito, a cambio de una contraprestación.

Asimismo, el *factoring* puede poseer dos modalidades:

- Con recurso: No obliga a la entidad de *factoring* a responder de la insolvencia de los créditos concedidos, por lo que si se produce el impago por el deudor, podrá recurrirse contra la empresa cliente, que será quien asuma dicha insolvencia.
- Sin recurso: La entidad de *factoring* acepta el riesgo de los créditos cedidos por el cliente.

Desde la Ley Financiera (Ley 44/2002, de 22 noviembre, de reforma del sistema financiero), a efectos de la mejora de las condiciones de financiación de las pequeñas y medianas empresas (PYMEs) se regula la utilización del *factoring* para la cesión en masa de carteras frente a las Administraciones Públicas.

2.3 Instituciones de inversión colectiva

La evolución del ahorro en España ha sido muy importante. De acuerdo con los datos de INVERCO (Asociación Española de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones) el ahorro financiero de las familias españolas pasó de poco más de 211.000 millones de euros en 1985, a superar los 1,9 billones de euros en el año 2007, cayendo hasta 1,8 billones en el primer trimestre de 2008.

Además, en cuanto a la inversión colectiva, siguiendo de nuevo a INVERCO, en 1985 el ahorro financiero se materializaba mayoritariamente (el 64,9%) en efectivo y depósitos en entidades de crédito, mientras que la inversión colectiva representaba un 0,4% de dicho ahorro. En el primer trimestre de 2008 dichos porcentajes eran, respectivamente, del 41,3% y 10,5%.

2. Instituciones financieras

A esta evolución le ha seguido un decidido desarrollo legislativo que comenzó con la Ley reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva de 1984, la importante reforma de 1998 y, finalmente, la vigente Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva y su Reglamento, aprobado en noviembre de 2005 en virtud del Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, y modificado en parte por el Real Decreto 362/2007, de 16 de marzo, para dar un marco más flexible a las Instituciones de Inversión Colectiva de inversión libre o *Hedge Funds*.

El régimen fiscal favorable que han venido disfrutando en España las instituciones de inversión colectiva ha propiciado un notable incremento tanto del número de estas instituciones como del volumen de sus inversiones. Como muestra de la solidez de los mercados españoles y de las entidades que participan en los mismos, baste señalar que en 2006 el patrimonio familiar invertido en instituciones de inversión colectiva ascendía a 214.117 millones de euros, si bien es cierto que en el primer trimestre de 2008 esta cifra descendió hasta 188.770 millones de euros, como consecuencia de la crisis crediticia iniciada a mediados de 2007².

Las instituciones de inversión colectiva españolas pueden ser de dos clases:

- De carácter financiero: Tienen como actividad principal la inversión o gestión de valores mobiliarios.

Entre ellas se encuentran las sociedades y los fondos de inversión mobiliaria.

- De carácter no financiero: las sociedades y los fondos de inversión inmobiliaria.

Desde el punto de vista normativo, la Ley y el Reglamento actualmente vigentes están impulsando aún más la industria de las instituciones de inversión colectiva españolas, entre otras razones, por la adopción de algunas de las figuras más habituales en el entorno internacional, como son las instituciones por compartimentos, y con la incorporación de un régimen extraordinariamente flexible para la inversión de instituciones de inversión alternativa o *Hedge Funds*.

En concreto, las novedades más importantes que aportó el vigente régimen jurídico de la inversión colectiva en España son las siguientes:

- La posibilidad, que acabamos de mencionar, de constituir instituciones de inversión colectiva por compartimentos.
- La posibilidad de crear clases de participaciones y series de acciones, con lo que se consigue un efecto equivalente a una estructura *master-feeder* pero en una sola institución.

² www.inverco.es

2. Instituciones financieras

- La ley amplió a los depósitos en entidades de crédito y a los instrumentos del mercado monetario los activos aptos para la inversión de las instituciones de inversión colectiva españolas para trasponer la Directiva 2001/108.
- Adicionalmente, el Reglamento incorporó nuevos activos aptos como los derivados de crédito y de volatilidad. Asimismo son aptos, si bien para la inversión de hasta el 10% de los activos de las instituciones de inversión colectiva españolas, determinadas instituciones de inversión colectiva no armonizadas por la Directiva 85/611, los *Hedge Funds* con determinados requisitos y las acciones o participaciones en entidades de capital-riesgo.
- Las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva podrán ampliar sus actividades a la gestión discrecional de otro tipo de carteras, así como a la comercialización de instituciones de inversión colectiva, tanto nacionales como extranjeras.
- Se permite la utilización de cuentas *ómnibus* para la comercialización en el extranjero de instituciones de inversión colectiva españolas.
- El Reglamento entró a regular por primera vez los fondos cotizados (ETFs).
- El reglamento permitió la entrada de la inversión alternativa mediante la constitución de *Hedge Funds* (Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre o IICIL) y de instituciones de inversión colectiva que estén especializadas en la inversión en *Hedge Funds* (Instituciones de Inversión Colectiva de Instituciones de Inversión Colectiva de Inversión Libre o IIC de IICIL). A estos efectos, el reglamento configura los *Hedge Funds* como instituciones reservadas para inversores institucionales con escasas restricciones para la inversión en activos financieros y con un amplio límite de apalancamiento de hasta cinco veces el valor de su patrimonio.

En concreto, la regulación de estos instrumentos financieros, se encuentra contenida en el Real Decreto 362/2007, de 16 de marzo, que modifica el Real Decreto 1309/2005. El objetivo fundamental de esta reforma es flexibilizar el régimen de estas IIC, especialmente en lo referente al régimen de reembolsos, para permitir su pleno desarrollo en España. De este modo se permite a estas IIC establecer un límite máximo del importe a rembolsar con el consiguiente prorrateo de las solicitudes. Además estas instituciones pueden establecer períodos mínimos de permanencia para sus accionistas o partícipes y un régimen de preavisos para las suscripciones y reembolsos más flexible que el régimen general. Por otro lado, podrán no otorgar reembolsos en todas las fechas de cálculo del valor liquidativo. Esta flexibilidad en el modo de actuación, se ve compensada con una mayor exigencia de información en el folleto. Además, las IICIL no podrán realizar tales actividades de comercialización dirigidas a clientes que no tengan la consideración de cualificados; no podrán dirigir su publicidad hacia los inversores minoristas, si bien no se prohíbe que estos inversores puedan adquirir acciones y participaciones de IICIL. Por otro lado, en relación con los fondos de *Hedge Funds*, se dispone que el uso por la institución de estas opciones

2. Instituciones financieras

más flexibles esté condicionado a que lo exijan las inversiones previstas y, además, que se tenga en cuenta la política de comercialización de la IIC de Inversión Libre.

Las IIC de IICIL están destinadas al público en general y tienen que estar suficientemente diversificadas.

- Tanto la Ley como el Reglamento eliminaron la obligación que, hasta entonces, exigía a las SICAV cotizar en una Bolsa de Valores. Como consecuencia de ello Bolsas y Mercados Españoles (BME)³ promovió la creación de un Sistema Organizado de Negociación (SON), es decir un mercado de negociación no oficial denominado Mercado Alternativo Bursátil (MAB), para dotar a las SICAV de un sistema de contrapartida para garantizar su liquidez sin que tengan que cumplir con las obligaciones características de las sociedades cotizadas, en especial en materia de gobierno corporativo.

El 30 de diciembre de 2005 el Consejo de Ministros aprobó el MAB. El 31 de julio de 2006 ya cotizaban 293 SICAV en el MAB y el 27 de junio de 2007 empezó a funcionar el segmento del MAB para empresas de capital riesgo.

2.4 Empresas de Servicios de Inversión

Las Empresas de Servicios de Inversión son empresas especializadas en la prestación de servicios relacionados con el mercado de valores.

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

Esta última Directiva se traspone parcialmente en la Ley del Mercado de Valores, en lo que se refiere a las empresas de servicios de inversión y a las entidades de crédito que prestan servicios de inversión. Se sigue reconociendo la posibilidad de que las entidades de crédito presten servicios de inversión y, de conformidad con lo dispuesto en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, también las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva pueden prestar determinados servicios de inversión y auxiliares. Tanto las entidades de crédito como

³ BME es la sociedad que integra los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores y mercados secundarios españoles.

2. Instituciones financieras

las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva están sujetas a las previsiones de la Ley del Mercado de Valores cuando presten servicios de inversión.

Si bien la Ley del Mercado de Valores, con la modificación de diciembre de 2007, recogió algún aspecto limitado de la Directiva 2006/73/CE fue necesario completar la transposición de dicha Directiva. Por tanto, el Real Decreto 217/2008, de 15 febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión, tiene como objetivo fundamental finalizar dicha transposición y completar el desarrollo reglamentario del régimen aplicable a las entidades que prestan servicios de inversión tras los cambios introducidos en la Ley del Mercado de Valores, profundizando en los principios que ya inspiraron la modificación de dicha Ley.

Dichos principios son los siguientes: La modernización de los mercados financieros para adaptarlos a las nuevas necesidades (se amplían los servicios de inversión creando, a su vez, un nuevo tipo de empresa de servicios de inversión –las empresas de asesoramiento financiero-); el refuerzo de las medidas dirigidas a la protección de los inversores (se establece en el Real Decreto 217/2008 un amplio catálogo de normas al que ha de sujetarse la actuación de quienes presten servicios de inversión); y, por último, la adaptación de los requisitos de organización exigibles a las entidades que prestan servicios de inversión para garantizar que, en general, su organización se adecua a la compleja gama de servicios que prestan.

Con la modificación de la Ley del Mercado de Valores a finales de 2007, el catálogo de servicios de inversión quedó ampliado a los siguientes:

- a) La recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con uno o más instrumentos financieros.
- b) La ejecución de dichas órdenes por cuenta de clientes.
- c) La negociación por cuenta propia.
- d) La gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los clientes.
- e) La colocación de instrumentos financieros, se base o no en un compromiso firme.
- f) El aseguramiento de una emisión o de una colocación de instrumentos financieros.
- g) El asesoramiento en materia de inversión.
- h) La gestión de sistemas multilaterales de negociación.

Estos dos últimos servicios fueron las novedades más significativas. En primer lugar, el asesoramiento en materia de inversión, entendido como la realización de recomendaciones personalizadas a un

2. Intituciones financieras

cliente sobre instrumentos financieros, es decir, recomendaciones que tienen en cuenta las circunstancias personales del destinatario (objetivos de inversión, experiencia, capacidad financiera). En segundo lugar, la gestión de los sistemas multilaterales de negociación, sistemas que pueden ser gestionados, bien por empresas de servicios de inversión, bien por sociedades rectoras de mercados secundarios oficiales o por entidades constituidas al efecto por una o varias sociedades rectoras. La inclusión de estas actividades dentro de los servicios de inversión implica que su realización está reservada exclusivamente a las entidades debidamente autorizadas para prestar los servicios de inversión.

Asimismo, fue importante la introducción de un nuevo servicio de inversión dentro de los reservados a las empresas de servicios de inversión por la Ley del Mercado de Valores: la internalización sistemática. En realidad, se dio carta de naturaleza a una tercera forma alternativa de negociar instrumentos financieros que ya se daba en la práctica de las empresas de servicios de inversión, esto es, la ejecución por cuenta propia, internamente y de forma organizada y sistemática de órdenes de clientes sobre instrumentos financieros admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales. Esta práctica se considera positiva para incrementar la competencia en los mercados financieros pero al mismo tiempo se hacía patente la necesidad de sujetarla a ciertas reglas. De este modo, para evitar situaciones de trato injusto hacia los clientes se establecieron obligaciones de información y de transparencia en cuanto a las posibilidades de ejecución de órdenes que ofrece el servicio, se introdujeron disposiciones que garantizaran un trato no discriminatorio a los clientes en el acceso a este servicio de inversión, así como normas relacionadas con el procedimiento de ejecución de las órdenes.

Por su parte, tras la modificación de la Ley del Mercado de Valores, se consideran servicios auxiliares los siguientes:

- a) La custodia y administración por cuenta de clientes instrumentos financieros.
- b) La concesión de créditos o préstamos a inversores, para que puedan realizar una operación sobre uno o más instrumentos financieros, siempre que en dicha operación intervenga la empresa que concede el crédito o préstamo.
- c) El asesoramiento a empresas sobre estructura del capital, estrategia industrial y cuestiones afines, así como el asesoramiento y demás servicios en relación con fusiones y adquisiciones de empresas.
- d) Los servicios relacionados con las operaciones de aseguramiento de emisiones o de colocación de instrumentos financieros.
- e) La elaboración de informes de inversiones y análisis financieros u otras formas de recomendación general relativa a las operaciones sobre instrumentos financieros.

2. Intituciones financieras

- f) Los servicios de cambio de divisas, cuando estén relacionados con la prestación de servicios de inversión.
- g) Los servicios de inversión así como los servicios auxiliares que se refieran al subyacente no financiero de algunos instrumentos financieros derivados, cuando se hallen vinculados a la prestación de servicios de inversión o a los servicios auxiliares.

En cuanto a las categorías de empresas de servicios de inversión, además de las clases tradicionales, i.e., sociedades de valores, agencias de valores y sociedades gestoras de carteras, la Ley del Mercado de Valores introdujo un nuevo tipo de empresa de servicio de inversión autorizada para realizar exclusivamente el servicio de asesoramiento en materia de inversión: las “empresas de asesoramiento financiero”. Este servicio se puede prestar tanto por personas físicas como por personas jurídicas, con arreglo al régimen de autorización y funcionamiento establecido en la propia Ley. La reserva a las empresas de servicios de inversión de la actividad de asesoramiento de inversión supuso una importante novedad de la Directiva 2004/39/CE y, consiguientemente, de la Ley del Mercado de Valores.

Las Sociedades de Valores son aquellas empresas de servicios de inversión que pueden operar profesionalmente por cuenta ajena o propia y que pueden desarrollar la totalidad de los servicios de inversión y de servicios auxiliares.

Las Agencias de Valores pueden desarrollar los anteriores servicios de inversión y servicios auxiliares salvo la negociación por cuenta propia, el aseguramiento de una emisión o de una colocación de instrumentos financieros y la concesión de créditos o préstamos a inversores.

Las Sociedades Gestoras de Carteras son aquellas empresas de servicios de inversión que únicamente pueden prestar los servicios de gestión discrecional de carteras y asesoramiento en materia de inversión y los servicios auxiliares descritos en las letras c) y e) anteriores.

Las empresas de asesoramiento financiero podrán prestar los mismos servicios que las Sociedades Gestoras de Carteras a excepción del servicio de gestión discrecional de carteras.

Finalmente, señalar que la Ley del Mercado de Valores y el Real Decreto 217/2008 son muy exhaustivos en cuanto a los requisitos de organización interna que han de cumplir las empresas de servicios de inversión. Dado que la Directiva 2004/39/CE otorga pasaporte comunitario a todas las empresas de servicios de inversión comunitarias, ha de garantizarse un adecuado nivel de armonización que permita la actuación de todas ellas en condiciones de igualdad y competencia.

2.5 Entidades de capital riesgo

El Capital Riesgo, también conocido como *Venture Capital*, se define como una actividad financiera que consiste en canalizar la inversión hacia empresas no financieras, no inmobiliarias y no cotizadas,

2. Intituciones financieras

asumiendo el riesgo de su actividad mediante la toma de participaciones en su capital social con carácter temporal.

La actividad de capital-riesgo no constituye una actividad reservada, es decir, no requiere autorización alguna para su desarrollo. No obstante existe un régimen jurídico específico para entidades de capital-riesgo sujetas a la supervisión de la CNMV, que en el año 2005 tuvo una importante modificación mediante la aprobación de la Ley 25/2005, de 24 de noviembre reguladora de estas entidades.

Como hemos indicado, la sujeción al régimen especial de la nueva Ley no es obligatorio pero las entidades sometidas a la Ley disfrutaban de un régimen fiscal muy beneficioso para el tratamiento de las plusvalías generadas por las inversiones características de su actividad que estarán exentas en un 99%.

Las Entidades de Capital Riesgo (ECR) pueden tener la forma jurídica de sociedad o de fondo y, junto con su objeto social principal, podrán otorgar préstamos participativos y prestar servicios de asesoramiento.

Las ECR con forma de fondo deben tener un patrimonio mínimo de 1.650.000 euros y encomendar necesariamente su gestión y administración a una sociedad gestora de entidades de capital-riesgo o a una sociedad gestora de instituciones de inversión colectiva.

Las sociedades de capital-riesgo deberán tener un capital social mínimo de 1.200.000 euros y podrán encomendar la gestión de su cartera a una entidad habilitada para prestar el servicio de gestión discrecional de carteras.

Tanto la actual Ley como la anterior establecen determinados coeficientes de inversión que necesariamente deben cumplir estas entidades para poder mantener sus estatus de ECR y, en consecuencia, para disfrutar de su régimen fiscal privilegiado.

Las novedades más importantes que supuso la actual Ley son las siguientes:

- La Ley introdujo una modalidad de ECR simplificadas destinadas a inversores institucionales, que se caracteriza fundamentalmente por una mayor simplicidad y agilidad en los procesos administrativos ante la CNMV.
- La actual Ley permite la creación de clases de acciones o participaciones que sólo podrán ser suscritas por los promotores o fundadores de las ECR de régimen simplificado y que permitirán instrumentar el *carried interest*.
- Asimismo ha posibilitado la creación de ECR especializadas en la inversión de otras (ECR de ECR).
- Mantuvo el coeficiente obligatorio de inversión del 60% del activo de las ECR pero amplió los activos aptos para la cobertura de dicho coeficiente, de modo que pueden invertir en (i) acciones

2. Intituciones financieras

no cotizadas de empresas no financieras ni inmobiliarias; (ii) préstamos participativos a las empresas propias de su actividad; (iii) sociedades cuyas acciones se negocien en segundos mercados; (iv) hasta el 20% de su activo en otras ECR domiciliadas en la OCDE y que, a su vez, no inviertan más de un 10% de su activo en otras ECR; y (v) sociedades cotizadas en la medida que se excluyan de cotización en el plazo de un año.

- El resto del activo de las ECR puede estar invertido en (i) valores de renta fija admitidos a negociación; (ii) participaciones en empresas ajenas al objeto característico de las ECR; (iii) instituciones de inversión colectiva; (iv) otras ECR; (v) efectivo; (vi) préstamos participativos; (vii) financiación; y (viii) en el caso de la sociedades de capital-riesgo, en inmovilizado.

Dada la naturaleza de su actividad que dificulta el cumplimiento de los coeficientes descritos, la Ley concedió un plazo de tres años para que las ECR pudieran cumplir algunos de los coeficientes de inversión.

2.6 Sociedades de garantía recíproca

Estas sociedades, desde su creación en 1978, se han dedicado a financiar a medio y largo plazo a las pequeñas y medianas empresas, concediendo garantías, principalmente, a través de avales. A fecha de 30 de enero de 2009, en el Banco de España había registradas un total de 23 sociedades de garantía recíproca.

Siguiendo el contenido de la Ley 1/1994, de 11 de marzo, sobre Régimen Jurídico de las Sociedades de Garantía Recíproca, puede decirse que su objeto social consiste en:

- Facilitar a los socios el acceso al crédito y a los servicios conexos al mismo.
- Mejorar las condiciones financieras de sus socios.
- Otorgar garantías personales, por aval o por cualquier otro medio admitido en derecho, distinto del seguro de caución.
- Prestar servicios de asistencia y asesoramiento financiero a sus socios.
- Participar en sociedades y asociaciones, cuyo objeto exclusivo sea la realización de actividades dirigidas a las pequeñas y medianas empresas. Con esta finalidad, deberán tener cubiertas las reservas y las provisiones obligatorias.

Entre los socios de las sociedades de garantía recíproca debe realizarse una distinción:

- Socios partícipes: También conocidos como mutualistas. Son las personas físicas o jurídicas que pueden obtener la garantía de la sociedad. Por tanto, se les exige que pertenezcan al sector de actividades económicas establecidas en sus estatutos, y su establecimiento deberá estar situado en el ámbito geográfico delimitado en los propios estatutos.

2. Intituciones financieras

- Socios protectores: No pueden solicitar garantía a la sociedad, por lo que no poseen limitaciones en cuanto al sector de actividad al que pertenezcan. Suelen recibir dicha consideración las Administraciones Públicas y las Entidades de Derecho Público y las sociedades mercantiles participadas mayoritariamente por las mencionadas entidades.

Coexistiendo con dichas sociedades, se encuentran las denominadas sociedades de reafianzamiento, que son entidades financieras, a efectos de la Ley 1/1994, con forma de Sociedad Anónima, participadas necesariamente por la Administración Pública, cuya finalidad es la de ofrecer una cobertura y garantía suficientes a los riesgos contraídos por las sociedades de garantía recíproca, facilitando, además, el coste del aval para los socios.

2.7 Planes de pensiones y compañías de seguros

En 1987 la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones introdujo en España una modalidad de ahorro que ha dado lugar a un sólido instrumento de financiación a largo plazo. Esta Ley supuso la institucionalización de los planes de pensiones promovidos por empresarios, determinadas asociaciones y entidades financieras. Las sucesivas modificaciones y actualizaciones legales adoptadas desde entonces desembocaron en la aprobación, en 2002, del Texto Refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones mediante el Real Decreto Legislativo 1/2002, para con posterioridad, aprobarse el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones (el Real Decreto 304/2004, de 20 de febrero), cuya intención era actualizar, sistematizar y completar la adaptación de la normativa reglamentaria en esta materia al desarrollo normativo de la Unión Europea. Dicho Reglamento fue posteriormente modificado mediante el Real Decreto 439/2007, de 30 de marzo y, principalmente, mediante el Real Decreto 1684/2007, de 14 de diciembre, que introdujeron cambios en varios ámbitos de la normativa de planes de pensiones: aspectos actuariales de los planes de pensiones, obligaciones de información a partícipes y beneficiarios, régimen de inversiones de los fondos de pensiones, normas relativas a las entidades gestoras en materia de control interno, reglas de conducta y separación de las depositarias, y normas sobre Registros administrativos relacionadas, especialmente, con las actividades transfronterizas. Por otra parte y como consecuencia de la creación por parte de la Ley 35/2006, de 28 de noviembre, de los Planes de Previsión Social Empresarial como nuevo instrumento de exteriorización de los compromisos por pensiones de las empresas con sus trabajadores, se introdujeron una serie de adaptaciones tanto en la normativa de planes de pensiones como en la de instrumentación de compromisos por pensiones para regular determinados aspectos de este nuevo instrumento de previsión complementaria empresarial.

Los planes de pensiones son productos financieros de inversión colectiva orientados a la consecución futura, en función del capital aportado, de rentas periódicas o de capital derivados de motivos tales como la jubilación, muerte o invalidez, pero que en ningún caso deben entenderse como sustitutivas

2. Intituciones financieras

de aquellas a las que se tiene derecho en función del régimen correspondiente de la Seguridad Social.

Los fondos de pensiones, por su parte, son patrimonios creados al objeto exclusivo de dar cumplimiento a los planes de pensiones, donde un fondo podrá integrar uno o varios planes de pensiones. La finalidad, pues, tal y como indica el Reglamento de 2004, es configurar un instrumento de previsión social complementario específico, en el marco de los sistemas privados de ahorro finalista.

De entre las diferentes características de los planes de pensiones, destaca su trato fiscal favorable y las restricciones existentes para poder disponer del ahorro acumulado antes de que la contingencia cubierta tenga lugar, salvo los casos de desempleo de larga duración o enfermedad grave.

En los últimos años la tendencia de los planes y fondos de pensiones ha sido de un crecimiento sostenido. Desde 1987, fecha de publicación de la Ley referida anteriormente, las inversiones en fondos de pensiones en España han crecido anualmente, hasta llegar a suponer un 14% del total del ahorro financiero de las familias españolas en 2008, todavía muy por detrás de la media europea (32%).

A estos efectos cabe destacar que la Ley de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados (Ley 30/1995) obligó a todas las empresas españolas (excepto entidades financieras) a instrumentar antes del 15 de noviembre de 2002 los compromisos por pensiones frente a sus trabajadores a través de un instrumento externo (plan de pensiones o contrato de seguro), hecho que incidió de manera significativa en el incremento de los fondos gestionados por estas entidades.

A finales del año 2008 el número de planes de pensiones que constaba en el Registro de la Oficial de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones era de 3.293, frente a los 3.155 del ejercicio anterior, lo que representa un aumento del 4,3 por ciento. El número acumulado de partícipes declarados por los planes de pensiones a 31 de diciembre de 2008 alcanzaba la cifra de 10.598.591 personas, cifra superior en 242.591 partícipes a la del año anterior, lo que pone de manifiesto un incremento del 2,34 por ciento. A continuación mostramos la evolución del número de partícipes en planes de pensiones según datos del Registro de la Oficial de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones:

2. Intituciones financieras

Cuadro 1

PARTÍCIPES DE LOS FONDOS DE PENSIONES AL 31/12/2008

	SISTEMAS			VARIACIONES			TOTAL SISTEMAS	
	INDIVIDUAL	EMPLEO	ASOCIADO	INDIVIDUAL TRIM/AÑO	EMPLEO TRIM/AÑO	ASOCIADO TRIM/AÑO	VARIACIÓN TRIM/AÑO	TOTAL
31/12/1989	317.777	--	--	--	--	--	--	317.777
31/12/1990	530.551	81.420	15.987	212.774	--	--	310.181	627.958
31/12/1991	710.677	110.315	21.309	180.126	28.895	5.322	214.343	842.301
31/12/1992	875.041	166.592	26.358	164.364	56.277	5.049	225.690	1.067.991
31/12/1993	1.066.872	212.668	62.791	356.195	102.353	41.482	500.030	1.342.331
31/12/1994	1.301.712	222.249	67.759	234.840	9.581	4.968	249.389	1.591.720
31/12/1995	1.490.255	234.674	71.155	188.543	12.425	3.396	204.364	1.796.084
31/12/1996	1.838.804	267.174	72.669	348.549	32.500	1.514	382.563	2.178.647
31/12/1997	2.352.239	292.090	76.459	513.435	24.916	3.790	542.141	2.720.788
31/12/1998	2.953.750	316.545	76.497	601.511	24.455	38	626.004	3.346.792
31/12/1999	3.623.507	371.648	76.448	669.757	55.103	-49	724.811	4.071.603
31/12/2000	4.402.708	463.519	72.601	779.201	91.871	-3.847	867.225	4.938.828
31/12/2001	5.168.114	566.885	92.941	765.406	103.366	20.340	889.112	5.827.940
31/12/2002	5.829.358	614.996	88.712	661.244	48.111	-4.229	705.126	6.533.066
31/12/2003	6.612.317	696.640	88.702	764.463	79.184	521	844.168	7.397.659
31/12/2004	7.244.482	1.282.598	83.217	632.165	585.958	-5.485	1.212.638	8.610.297
31/12/2005	7.696.560	1.543.715	86.132	452.078	261.117	2.915	716.110	9.326.407
31/12/2006	8.164.485	1.624.059	90.056	467.925	80.344	3.924	552.193	9.878.600
31/12/2007	8.529.191	1.737.768	89.041	364.706	113.709	-1.015	477.400	10.356.000
31/03/2008	8.491.952	1.783.744	89.293	-37.239	45.976	252	8.989	10.364.989
30/06/2008	8.526.221	1.801.045	88.621	34.269	17.301	-672	50.898	10.415.887
30/09/2008	8.522.856	1.830.975	87.865	-3.366	29.930	-756	25.808	10.441.695
31/12/2008	8.651.854	1.864.623	82.114	128.999	33.648	-5751	156.896	10.598.591
Variac. Año 2008 %	1,44%	7,30%	-7,78%	122.663	126.855	-6927	242.591	2,34%

Fuente: Inverco

Los planes de pensiones, cualquiera que sea su modalidad, deben estar integrados obligatoriamente en un fondo de pensiones. Todas las aportaciones económicas de los promotores y de los partícipes del plan se deben incorporar inmediata y necesariamente en la cuenta de posición del plan en el fondo de pensiones, con cargo a la cual se atenderá el cumplimiento de las prestaciones derivadas de la ejecución del plan. A 31 de diciembre de 2008, el número de fondos de pensiones inscritos se elevó a 1.374, frente a los 917 que había en 2002.

2. Intituciones financieras

A continuación mostramos la evolución en España de los fondos de pensiones, desglosando la información en número de fondos inscritos y patrimonio administrado por los mismos.

Cuadro 2

EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE LOS FONDOS DE PENSIONES

Año	Número de fondos inscritos	Patrimonio (millones €)
1988	94	153,26
1989	160	516,87
1990	296	3.214,21
1991	338	4.898,25
1992	349	6.384,95
1993	371	8.792,74
1994	386	10.517,48
1995	425	13.200,44
1996	445	17.530,61
1997	506	22.136,26
1998	558	27.487,25
1999	622	32.260,64
2000	711	38.979,45
2001	802	44.605,62
2002	917	49.609,91
2003	1.054	56.997,34
2004	1.163	63.786,80
2005	1.255	74.686,70
2006	1.340	82.660,50
2007	1.353	88.022,50
2008	1.374	80.239,56

Fuente: DGS, Ministerio de Economía

Respecto a las inversiones que realizan los fondos, la regulación vigente ha procurado otorgar una mayor seguridad jurídica al proceso de inversión, para lo cual se ha incentivado la transparencia en las inversiones y la entrega de información a los partícipes. A día de hoy, de las partidas que integran el activo de los fondos de pensiones las inversiones financieras constituyen su parte principal.

La rentabilidad de los planes, por su parte y según información de INVERCO, a fecha 31 de diciembre de 2008, es muy satisfactoria: las rentabilidades medias ponderadas de los últimos quince, diez, cinco, tres años y doce meses fueron, respectivamente, del 4,21%, 1,04%, 1,4%, -0,97% y del 8,05% respectivamente, cifras que se han visto castigadas últimamente por las turbulencias en las que se ha visto envuelto el sector financiero a nivel internacional, como bien muestra el hecho de que sean precisamente las rentabilidades a más corto plazo las que más han sufrido.

2. Intituciones financieras

El número de entidades gestoras inscritas a 31 de diciembre de 2007, en el Registro Administrativo de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones ascendía a 113; de las 94 entidades que llevan a cabo la gestión real y efectiva de fondos de pensiones, 12 tienen encomendada la gestión de un solo fondo de pensiones, ello representa el 12,8 por ciento de las entidades con actividad. Por el contrario, 38 entidades gestionan más de 10 fondos cada una. Toda esta información la podemos ver recogida en el siguiente cuadro de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones:

Cuadro 3

FONDOS DE PENSIONES POR GESTORAS ACTIVAS

Nº de Fondos	Entidades Gestoras				
	2003	2004	2005	2006	2007
1	22	18	15	16	12
2	15	9	11	9	8
3	10	13	10	7	7
4	8	6	7	7	7
5	6	7	5	5	5
6	6	6	6	6	7
7	4	1	3	1	2
8	5	5	3	3	1
9	4	6	6	4	6
10	2	2	1	2	1
11	4	1	3	6	7
12	5	1	1	1	2
13	1	3	1	1	2
14	2	5	2	3	2
15 a 20	9	11	5	10	8
Más de 20	9	10	21	16	17
TOTAL	112	104	100	97	94

En cuanto al sector asegurador, hay que señalar que desde el texto refundido de la Ley de ordenación y supervisión de los seguros privados, aprobado por Real Decreto Legislativo 6/2004 de 29 de octubre, se permite que las entidades aseguradoras adopten la forma de sociedad anónima, mutua, cooperativa y mutualidad de previsión social, pudiendo también distinguirse por su objeto social las reaseguradoras especializadas.

En el siguiente cuadro se muestra la evolución de las entidades aseguradoras españolas operativas. Se distingue entre las que realizan la actividad de seguro directo y aquellas que desarrollan la actividad puramente reaseguradora y dentro de las primeras, las distintas formas jurídicas que adoptan. En la actualidad no existe inscrita en el Registro ninguna cooperativa de seguros.

2. Intituciones financieras

Cuadro 4

EVOLUCIÓN DE LAS ENTIDADES ASEGURADORAS ESPAÑOLAS OPERATIVAS

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
ENTIDADES SEGURO DIRECTO						
- Sociedades Anónimas	240	225	215	207	206	206
- Mutuas	45	44	40	38	37	35
- Mutualidades de Previsión Social	63	59	55	51	52	56
TOTAL ENTIDADES SEGURO DIRECTO	348	328	310	296	295	297
REASEGURADORAS ESPECIALIZADAS	2	2	2	2	2	2
TOTAL ENTIDADES DE SEGUROS	350	330	312	298	297	299

El sector asegurador español sigue caracterizándose por la coexistencia de un cierto grado de concentración del volumen de negocios en ramos y modalidades altamente competitivos (vida, automóviles y multirriesgos) que exigen gran dimensión patrimonial y administrativa, con la dispersión de una mínima parte de ese volumen de negocio en un gran número de entidades que operan en otras modalidades de seguro que no precisan tal dimensión empresarial. De hecho, esta característica estructural se ha ido acentuando en los últimos ejercicios debido a mayores grados de competitividad empresarial entre las entidades del mercado nacional y al proceso de internacionalización dentro de este mercado.

Durante el año 2007 (según datos provisionales) la recaudación de primas por seguro directo y reaseguro aceptado de las entidades aseguradoras sujetas al control de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, excluidas las mutualidades de previsión social, alcanzó la cifra de 55.078 millones de euros, importe que supone un incremento, con respecto a 2006, del 3,42 por ciento, algo inferior al de años precedentes.

La tasa de variación del seguro de no vida durante el ejercicio 2007 ha sido superior al crecimiento de los seguros de vida, que es el que más ha sufrido el descenso en el consumo, a diferencia del ejercicio anterior que fue a la inversa. Así, el crecimiento de vida se sitúa en el 1,29 por ciento (frente al 11,31 en el 2006), mientras que el crecimiento que experimentan los seguros de no vida ha sido de un 5,04 por ciento (6,96 por ciento en 2006).

Finalizado el proceso de exteriorización de compromisos por pensiones en el año 2002, a partir del ejercicio 2003 permanece estable la participación de los ramos vida y no vida en el conjunto del sector.

Los resultados de los negocios no vida han pasado de representar en el 2006 el 85,35% del total de los resultados técnico-financieros, a reducirse hasta el 59,53% en el ejercicio 2007. Un volumen

2. Intituciones financieras

significativo de los resultados positivos del ramo de no vida en el ejercicio 2007 (más de sus dos terceras partes), se obtiene en los riesgos masa de automóviles, responsabilidad civil, asistencia sanitaria y multirriesgos de hogar; en línea con la situación registrada en el ejercicio anterior.

En los últimos años, se está trabajando en una modificación de la normativa del sector asegurador con la finalidad de adaptar el marco jurídico actualmente vigente a los cambios que se han sucedido en el sector asegurador y en el sector financiero en general con la aparición de nuevas alternativas de inversión para la cobertura de las provisiones técnicas, nuevos productos de seguros o nuevas tendencias en el marco de las exigencias de control interno. Así, en 2006 se aprobó una nueva Ley de mediación de seguros y reaseguros privados (Ley 26/2006, de 17 julio) y en 2007, mediante la Ley 13/2007, de 2 de julio, se ha modificado el Texto Refundido de la Ley de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados en materia de supervisión del reaseguro.

3. Mercados

3. MERCADOS

3.1 Mercado de valores

El Mercado de Valores español está viviendo en los últimos años un firme proceso de crecimiento, debido fundamentalmente a la homologación con los mercados de los países de nuestro entorno, a través de la adopción de la normativa común europea, y a la introducción de nueva normativa tendente a la agilización de los requisitos y procedimientos referidos a las ofertas públicas de venta y suscripción de valores y su admisión a cotización en los mercados secundarios organizados, por un lado y a que los sistemas técnicos, operativos y de organización en los que se apoya hoy el mercado de valores, permiten canalizar unos mayores volúmenes de inversión. Estos factores han supuesto que los mercados españoles se hayan dotado de una mayor transparencia, liquidez y eficacia.

La regulación del mercado de valores español se basa en el modelo anglosajón, centrado en la protección tanto de los pequeños inversores como del mercado mismo. Con ese objetivo se creó la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV⁴), organismo encargado de la supervisión e inspección de los mercados de valores españoles y de la actividad de cuantos intervienen en los mismos, velando por la transparencia de los mercados, la protección de los inversores y la correcta formación de los precios.

La CNMV fue creada por la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, que supuso una profunda reforma de este segmento del sistema financiero español. Las Leyes 37/1998, 44/2002 y el posterior Real Decreto Ley 5/2005, de Reformas Urgentes para el Impulso a la Productividad y para la Mejora de la Contratación Pública vinieron a actualizar el régimen jurídico aplicable, estableciendo un marco regulador adaptado a las exigencias de la Unión Europea, propicio para el desarrollo de los mercados de valores españoles en el entorno europeo, e incorporando nuevas medidas para la protección de los inversores.

La CNMV, en el ejercicio de sus competencias, recibe un importante volumen de información de y sobre los intervinientes en los mercados, gran parte de la cual está contenida en sus registros oficiales y tiene carácter público.

La acción de la Comisión se proyecta principalmente sobre las sociedades emisoras de valores, sobre los oferentes de valores de forma pública, sobre los mercados secundarios, sobre las empresas que prestan servicios de inversión y las instituciones de inversión colectiva.

Adicionalmente, la CNMV, a través de la Agencia Nacional de Codificación de Valores, asigna códigos ISIN y CFI con validez internacional, a todas las emisiones que se realizan en España.

⁴ www.cnmv.es

3. Mercados

En relación con el espíritu modernizador comentado anteriormente, puede destacarse las siguientes novedades introducidas por la LMV y el Real Decreto Ley 5/2005, con respecto al régimen de emisiones de valores y de admisión a cotización en mercados secundarios organizados, todas ellas enfocadas a la agilización de los trámites necesarios para la realización de ofertas públicas y admisión a cotización:

- Conforme a lo previsto en la Ley del Mercado de Valores, no tendrán la consideración de ofertas públicas y, por tanto, no tendrán que cumplir con los requisitos establecidos en la normativa vigente las ofertas: (i) dirigidas exclusivamente a inversores cualificados; (ii) dirigidas a menos de 100 personas físicas o jurídicas en España, sin contar los inversores cualificados; (iii) aquellas cuya inversión mínima requerida sea de, al menos, 50.000 euros; (iv) aquellas cuyo precio unitario de los valores sea de, al menos, 50.000 euros y; (v) aquellas cuyo importe total de la oferta sea inferior a 2.500.000 euros.
- Se amplían los supuestos en los que no es necesario registrar un folleto ante la CNMV en caso de oferta o admisión a cotización, entre otros; (i) acciones emitidas en sustitución de acciones ya existentes, cuando esta emisión no suponga un aumento de capital; (ii) valores ofrecidos como pago en relación con una oferta pública de adquisición; (iii) valores que vayan a ser asignados en relación con una fusión; (iv) asignación gratuita de acciones a los actuales accionistas y dividendos pagados en forma de acciones de la misma clase de aquellas por las que se pagan los dividendos; (v) asignación de valores a consejeros o empleados actuales o antiguos por emisor que ya tiene sus valores admitidos a negociación, etc.
- El folleto aprobado por la CNMV será válido para la oferta/admisión en cualesquiera mercados regulados de los estados miembros de la UE de acogida, siempre que la CNMV lo notifique al Estado miembro de acogida correspondiente. Del mismo modo, el folleto aprobado por la autoridad competente del Estado miembro de origen será válido para la oferta/admisión en España.
- Los folletos que apruebe la CNMV en caso de oferta o admisión a negociación en España se redactarán, a elección del emisor/quien solicite la admisión, en castellano o en una lengua habitual en el ámbito de las finanzas internacionales, o en otro idioma distinto de los anteriores que acepte la CNMV.
- Menor exigencia de requisitos formales para determinadas emisiones de renta fija realizadas, entre otras, por sociedades cotizadas. Se elimina la necesidad de escritura pública y su inscripción en el registro mercantil para la emisión de bonos y obligaciones, etc.

Los mercados secundarios oficiales son los que funcionan según unas reglas establecidas sobre condiciones de acceso, admisión a negociación, procedimientos operativos, información y

3. Mercados

publicidad. Estas normas suponen una garantía para el inversor, y su cumplimiento es vigilado por el organismo rector de cada mercado, que es quien las fija, y por la CNMV.

Estas reglas tratan de garantizar la transparencia e integridad de los mercados, cuidando aspectos como la adecuada difusión de la información relevante (operaciones realizadas, hechos que pueden afectar a la cotización de un valor), la correcta formación de precios, y el control de comportamientos irregulares de los participantes, como por ejemplo el uso de información privilegiada.

Los mercados secundarios españoles los constituyen, principalmente, los mercados de renta variable (bolsas de valores), de renta fija (pública y privada), y los mercados de futuros y opciones.

Los emisores cuyos valores (renta variable y renta fija) cotizan en los mercados secundarios españoles, son principalmente, sociedades anónimas ordinarias y entidades de crédito nacionales, así como filiales extranjeras de sociedades españolas. Adicionalmente, también hay sociedades extranjeras, principalmente europeas, cuyas acciones se negocian en las bolsas de valores españolas.

En cuanto al funcionamiento de los mercados regulados, en el año 2002 la sociedad Bolsas y Mercados Españoles, Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A. (BME⁵), fue la respuesta de los mercados españoles al nuevo entorno financiero internacional donde los inversores, intermediarios y empresas demandaban una creciente gama de servicios y productos en un marco de seguridad, transparencia, flexibilidad y competitividad. BME integra las diferentes empresas que dirigen y gestionan los mercados de valores y sistemas financieros en España. Agrupa, bajo la misma unidad de acción, decisión y coordinación, entre otros a;

- Las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao.⁶
- La Sociedad de Bolsas, que es la sociedad encargada de la gestión y funcionamiento del Sistema de Interconexión Bursátil (SIBE) plataforma técnica de contratación del mercado de valores español.⁷
- AIAF, Mercado de renta Fija, que es el mercado financiero de deuda (o renta fija) en el que cotizan y se negocian los activos que las empresas de tipo industrial, las entidades financieras y las Administraciones Públicas Territoriales emiten para captar fondos para financiar su actividad.⁸

⁵ www.bolsasymercados.es

⁶ www.bolsamadrid.es; www.borsabcn.es; www.bolsavalencia.es;
www.bolsabilbao.es

⁷ www.sbolsas.com

⁸ www.aiaf.es

3. Mercados

- MEFF, Sociedad Rectora de Productos Financieros Derivados de Renta Variable, S.A. y MEFF, Sociedad Rectora de Productos Financieros Derivados de Renta Fija, S.A., sociedades encargadas del mercado oficial español de futuros y opciones sobre activos de renta fija y renta variable.⁹
- SENAF, que es el Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros, es una plataforma electrónica de negociación de Letras, Bonos y Obligaciones de Deuda Pública española.¹⁰

Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. (IBERCLEAR) que es el Depositario Central de Valores español encargado del registro contable y de la compensación y liquidación de los valores admitidos a negociación en las Bolsas de Valores españolas, en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, en AIAF Mercado de Renta Fija, así como en Latibex, el Mercado de Valores Latinoamericanos en Euros. Para ello, utiliza dos plataformas técnicas, el Sistema de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV) y la Central de Anotaciones en Cuenta del Banco de España (CADE)¹¹.

En 2007 se aprobó una importante reforma del actual texto de la Ley del Mercado de Valores mediante la Ley 47/2007, de 19 de diciembre. En particular, se modificó el Título I «Disposiciones Generales»; el Título IV «Mercados secundarios oficiales de valores», el Título V «Empresas de servicios de inversión», el Título VII «Normas de conducta» y el Título VIII «Régimen de supervisión, inspección y sanción». Además, se añadió un nuevo Título XI «Otros sistemas de negociación: sistemas multilaterales de negociación e internalización sistemática».

Son cuatro los principios cardinales que inspiraron la reforma de la Ley del Mercado de Valores. Estos principios que, a su vez, se encuentran en el origen de las nuevas normas comunitarias cuya transposición se efectúa por medio de la Ley 47/2007, son: (i) la modernización de los mercados de valores españoles para adaptarlos a las necesidades actuales; (ii) reforzar las medidas dirigidas a la protección de los inversores; (iii) adaptar los requisitos de organización exigibles a las entidades que presten servicios de inversión; y (iv) mejorar las potestades supervisoras de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, potenciando los instrumentos y mecanismos para fomentar la cooperación, nacional e internacional, entre supervisores.

⁹ www.meff.com

¹⁰ www.senaf.net

¹¹ www.iberclear.es

3. Mercados

3.1.1 Renta fija

3.1.1.1 Mercado de deuda pública

El Mercado de Deuda Pública en Anotaciones tiene por objeto la negociación de los valores de renta fija representados mediante anotaciones en cuenta emitidos por organismos públicos, tanto nacionales como supranacionales.

El Banco de España tiene a su cargo la supervisión y gestión del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones a través de la Central de Anotaciones.

Frente al sistema tradicional de operar en el Mercado vía telefónica, en los años 2001 y 2002 el Consejo de Ministros autorizó la constitución del Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros (SENAF), y en el año 2002 el Sistema Organizado de Negociación de Valores de Renta Fija MTS ESPAÑA SON, gestionado por Market for Treasury Securities Spain, S.A. (MTS ESPAÑA), ambos como Sistemas Organizados de Negociación (SON) y sometidos a la supervisión de la CNMV y del Banco de España.

El Mercado de Deuda Pública en Anotaciones goza de especial importancia en España y a menudo acuden al mismo tanto inversores residentes como extranjeros. El tratamiento fiscal favorable para las inversiones de no residentes en estos títulos lo configuran como un mercado especialmente atractivo. Asimismo conviene resaltar la centralización de las operaciones en el mercado monetario a través de un sistema de anotaciones en cuenta y la creación de los mercados de opciones y futuros, ligados al sistema de anotaciones en cuenta a través del cual se negocian los valores de deuda pública.

Desde la fusión de la Central de Anotaciones del Banco de España (CADE) y el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV), la sociedad resultante, Iberclear, es la encargada del registro y liquidación de las operaciones sobre valores admitidos en el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones en Cuenta. Iberclear dispone de enlaces con los depositarios centrales de valores de Alemania, Francia, Italia y Holanda por los que los valores de Deuda Pública española pueden transitar a esos países.

Los tipos de interés y los mercados de bonos han estado sometidos durante el año 2008 a enormes tensiones como reflejo de la combinación de factores relacionados con el agravamiento de la crisis financiera mundial, las tensiones inflacionistas y posteriormente deflacionistas y el deterioro generalizado de la actividad económica en todo el mundo.

La negociación en el mercado de Deuda pública anotada ha superado los dos billones de euros en operaciones simples al contado de enero a noviembre de 2008, anotando un fuerte descenso del 35% respecto al mismo período del año anterior. Teniendo en cuenta los distintos instrumentos, la contratación de Letras del Tesoro duplica este año la contratación alcanzada el año anterior,

3. Mercados

mientras la de Deuda a medio y largo plazo, Bonos y Obligaciones, sufre un considerable retroceso en este período como reflejo de las difíciles condiciones vividas por los mercados de renta fija a medio y largo plazo durante el año 2008.

En el cuadro que mostramos a continuación se muestra el volumen (en millones de €) que se ha negociado en el mercado de deuda pública en anotaciones

Cuadro 5

VOLUMEN NEGOCIADO DE DEUDA PÚBLICA (EN MILLONES DE €)

	Letras del Tesoro	Bonos y obligaciones no segregados	Cupones y principales de deudas segregadas	Total
1997	187.868	1.534.640	-	1.722.508
1998	100.545	1.617.689	-	1.718.234
1999	79.839	1.752.353	22.412	1.854.604
2000	79.820	1.543.234	16.719	1.639.773
2001	58.116	1.968.268	15.374	2.041.758
2002	40.096	2.255.219	15.629	2.310.944
2003	89.751	2.144.615	12.516	2.246.882
2004	114.951	2.012.445	9.302	2.136.698
2005	116.087	2.213.934	8.187	2.338.208
2006	92.831	2.795.271	14.415	2.902.517
2007	57.363	3.102.825	17.197	3.177.385
2008	89.773	2.811.159	22.528	2.923.460

Fuente: Banco de España

Cabe destacar el fuerte aumento experimentado en las tenencias de deuda de los no residentes desde la introducción de la moneda única. Su cartera de deuda se encuentra invertida, esencialmente, en referencias a 10 o 15 años, segregables y muy líquidas, siendo los principales países de origen de estos inversores: Francia, Alemania, Reino Unido; fuera de la UE, destaca la presencia, cada vez mayor, de inversores japoneses.

Las causas del importante avance en el crecimiento de la Deuda Pública en manos de no residentes son las que se detallan a continuación:

- La incorporación de España a la Unión Económica y Monetaria (UEM) con la eliminación del riesgo de cambio, lo que ha incrementó el atractivo de la Deuda Pública española.
- La importante labor desarrollada por los creadores de mercado de no residentes cuya entrada en el mercado de deuda pública español se produjo ya en 1999, habiendo sido reformados en 2003, y que ha movido significativos volúmenes de deuda, contribuyendo a dinamizar el mercado.

3. Mercados

En 2004 comenzó a funcionar Meffclear, cámara de contrapartida central sobre valores de Deuda Pública en Anotaciones, gestionada por MEFF Sociedad Rectora de Productos Financieros de Renta Fija, S.A.

3.1.1.2 AIAF Mercado de Renta Fija

Es el mercado para la negociación de todo tipo de valores de renta fija de empresas e instituciones privadas, excepto los instrumentos convertibles en acciones (que son exclusivos de las Bolsas de valores) y la deuda pública, que se negocia a través del mercado de deuda pública anotada. Es un mercado secundario organizado especializado en la negociación de grandes volúmenes, por lo que tiene una orientación mayorista (se dirige de forma preferente a inversores cualificados).

El mercado AIAF se ha desarrollado de una manera acelerada, en los últimos años, debido a la expansión que la renta fija ha tenido en España. Nace, como tal, en 1987, gracias a una iniciativa del Banco de España que deseaba establecer nuevos mecanismos para incentivar las innovaciones empresariales que podrían llevarse a cabo mediante la captación de fondos a través de activos de renta fija. Las autoridades reguladoras y supervisoras han ido dotado a este mercado con los atributos necesarios para competir en su entorno.

En los últimos años ha adquirido una dimensión comparable a la de mercados de renta fija radicados en otros países de nuestro entorno, con la particularidad de ser uno de los escasos Mercados Oficiales y Organizados de Europa dedicados exclusivamente a este tipo de activos financieros.

Los emisores, de acuerdo con sus estrategias de captación de recursos, ponen a disposición de los inversores a través de AIAF, una gama de activos y productos que comprende el abanico completo de plazos de vencimiento y estructuras financieras.

El Mercado AIAF, bajo la supervisión de la CNMV, garantiza la transparencia de las operaciones y fomenta la liquidez de los activos admitidos a cotización.

AIAF Mercado de Renta Fija cuenta, a principios de 2009, con ochenta y cuatro miembros entre los que se encuentran los principales bancos, cajas de ahorro y sociedades y agencias de valores del sistema financiero español. La compensación y liquidación de las operaciones se realiza a través de Iberclear.

AIAF ha registrado un volumen total de negociación durante el ejercicio 2007 de 1.108.233 millones de euros, y 2.088.041 millones entre los meses de enero a noviembre de 2008, lo que supone un crecimiento del 106,10% respecto del ejercicio anterior en sólo 11 meses.

3. Mercados

3.1.2 Renta variable

3.1.2.1 Bolsas de Valores

Las Bolsas de Valores en España (Madrid, Bilbao, Barcelona y Valencia) son los mercados secundarios oficiales destinados a la negociación en exclusiva de las acciones y valores convertibles o que otorguen derecho a su adquisición o suscripción. En la práctica, los emisores de renta variable también acuden a las bolsas de valores como mercado primario donde formalizar sus ofertas de venta de acciones o ampliaciones de capital.

La organización y funcionamiento de cada Bolsa depende de su correspondiente Sociedad Rectora.

En la actualidad coexisten dos sistemas de contratación de renta variable:

1. Mercado de corros (sistema tradicional). Cada una de las cuatro Bolsas tiene su propio mercado de corros. En este sistema, los operadores miembros de esa Bolsa se reúnen físicamente en el salón de contratación ("parqué") y negocian de viva voz. En la actualidad es un mercado residual, que sólo representa entre el 1% y el 2% de de la contratación total, aunque congrega un número importante de compañías de escasa liquidez.
2. Mercado electrónico SIBE (Sistema de Interconexión Bursátil). Es una plataforma de negociación administrada por la Sociedad de Bolsas, que conecta las cuatro Bolsas españolas. Es un mercado dirigido por órdenes que ofrece información en tiempo real sobre la evolución de cada valor, y permite enviar las órdenes, mediante terminales informáticos, a un ordenador central. De esta manera, se gestiona un solo Libro de Órdenes del Mercado para cada valor.

Prácticamente toda la negociación bursátil de acciones en España se realiza a través del SIBE. Pueden contratarse en este sistema todos aquellos valores que estén admitidos a negociación en al menos dos Bolsas de Valores, a solicitud de la entidad emisora, con informe favorable de la Sociedad de Bolsas y por acuerdo de la CNMV.

La actividad del mercado de valores español puede constatarse a partir del volumen efectivo de contratación a través del SIBE, que alcanzó un importe de cerca de 1.665.873 millones de euros al cierre de 2007, y 1.182.181 entre enero y noviembre de 2008, lo cual supone una caída de 24,2% en los primeros 11 meses del año.

El volumen acumulado de capitalización o valor de mercado de la renta variable a 28 de noviembre de 2008 era de 791.341 millones de euros, lo que supone un descenso de un 42,85% sobre el valor alcanzado en la misma fecha el año anterior, que era 1.384.780 millones de euros.

La inversión extranjera también ha contribuido significativamente al crecimiento del mercado de valores español. El 36,8% del valor de las compañías españolas cotizadas está en mano de inversores extranjeros, la tercera cifra más alta desde 1992, año en el que comienzan a calcularse

3. Mercados

estas estadísticas, lo cual convierte a los no residentes en los principales propietarios de acciones de empresas cotizadas españolas.

La inversión de los no residentes en la bolsa española mantiene un peso extraordinariamente relevante en 2008 a pesar de las excepcionales condiciones del mercado. El porcentaje que las compras de los no residentes representan sobre el volumen de contratación total del mercado español sigue aumentando respecto a años anteriores, situándose en el primer semestre de 2008 en el 65 por ciento, lo que significa que más de la mitad del volumen de contratación total del mercado tiene detrás a un inversor no residente. Durante los ejercicios 2007 y 2008, se ha prolongado una tendencia bajista de la bolsa española. La rentabilidad para el accionista referida a valor del IBEX[®] alcanzaba a finales de noviembre de 2008 el resultado negativo de -41,31%, rompiendo bruscamente la clara tendencia alcista que se había consolidado desde 2003, con un crecimiento medio anual cercano al 25% hasta 2006.

A continuación se incluyen dos tablas sobre la importancia de las inversiones en acciones de sociedades cotizadas por grupos de inversores, y la capitalización de la Bolsa española (en millones de €) por sectores.

Cuadro 6

INVERSIONES EN ACCIONES DE SOCIEDADES COTIZADAS POR GRUPOS DE INVERSORES

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Bancos y cajas	12,8	7,3	7,9	7,1	7,7	8,7	8,6	9,3	9,4
Cías de seguros	3	2,3	2,3	2,2	2,3	2,3	2,4	2,5	2,2
Inversión colectiva	5,8	4,8	4,9	5,2	5,6	6,3	6,2	7,2	6
Adm.Públicas	0,3	0,2	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2
Emp.no financieras	10,1	20,3	21,7	22	23	23,1	24,7	24,4	25,4
Familias	33,6	30,5	28	28,3	26	24,1	23,6	23,8	20,1
No residentes	34,3	34,7	35	34,8	35,1	35,2	34,2	32,6	36,8

Fuente: BME

3. Mercados

Cuadro 7

CAPITALIZACIÓN DE LA BOLSA ESPAÑOLA (EN MILLONES DE €) POR SECTORES

	Total	Petróleo y energía	Mat. Básicos Industria y construcción	Bienes de consumo	Servicios de consumo	Servicios financieros e inmobiliarios	Tecnología y telecomos	MAB	Valores extranjeros
2005	868.760,33	114.951,63	57.222,45	40.500,00	47.968,47	187.880,96	103.852,95	-	316.383,85
2006	1.134.137,08	153.580,31	96.203,65	55.069,93	55.567,10	281.242,51	83.854,38	23.705,48	384.913,72
2007	1.384.779,83	212.529,71	89.381,52	61.126,07	48.385,47	264.044,97	110.416,89	31.496,64	567.398,56
2008	784.942	148.809	44.471	33.549	23.628	150.095	77.728	24.648	281.955

Fuente: BME

Incluye: Mercado Continuo, corros de las cuatro Bolsas, MAB y Latibex.

La medición de la actividad bursátil viene representada por los denominados índices de evolución referidos a las cotizaciones de las acciones como máximo exponente del nivel de precio del mercado. De esta forma, el índice representa la evolución de los precios y la tendencia del mercado en los distintos momentos del tiempo.

El IBEX-35 es el índice del mercado continuo español. Se elabora en tiempo real y recoge la capitalización de las 35 mejores compañías del mercado electrónico de acciones, siendo utilizado como un instrumento de información muy eficaz para quienes realizan actividades de mediación debido a que se trata de un indicador de los valores que poseen una mayor liquidez. El índice no se encuentra sometido a ningún tipo de manipulación. Se efectúan dos revisiones anuales sobre los valores que deben formar parte del mismo.

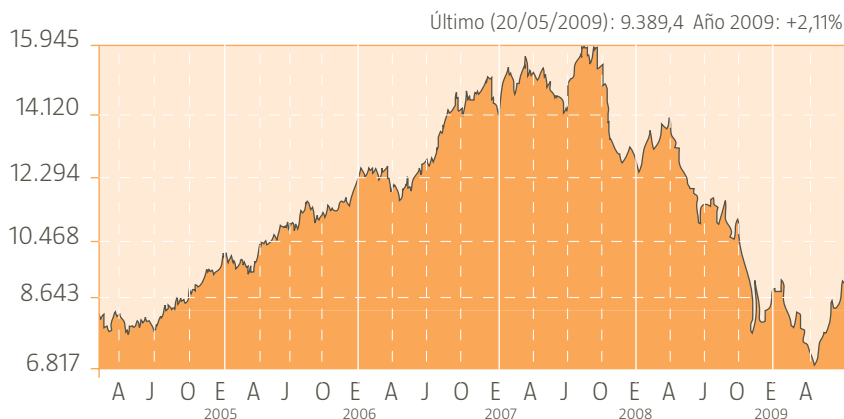
Para formar parte de dicho índice es necesario el respeto de ciertas directrices como son:

- Una negociación de al menos seis meses en el mercado continuo (período de control).
- No podrá haber una empresa que posea una capitalización bursátil inferior al 0,3 por 100 de la capitalización media del IBEX-35.
- El valor debe haber contratado al menos 1/3 de las sesiones del periodo de control de 6 meses. Si esto último no fuese así, este valor aún podría ser elegido si estuviera dentro de los primeros 15 valores por capitalización.
- Debe respetarse la normativa referente a la ponderación de las compañías en función de su *free-float* –capital que se negocia libremente en Bolsa.

A continuación, el siguiente gráfico muestra la evolución experimentada por dicho índice en los últimos años.

3. Mercados

Gráfico 1
EVOLUCIÓN DE LA
COTIZACIÓN DEL IBEX-35,
2005-2009
Fuente: Bolsa de Madrid.



3.1.2.2 Nuevo Mercado

En el año 2000, se creó un segmento especial de negociación en la Bolsas Españolas, el “Nuevo Mercado”, destinado a la contratación de valores pertenecientes a empresas de sectores tecnológicamente punteros, bien sea por el producto final, por el proceso productivo o por la realización de actividades con alto potencial de crecimiento.

La creación del Nuevo Mercado se debió, esencialmente, a la presencia en el mercado bursátil español de empresas ligadas a las nuevas tecnologías de comunicaciones y, en particular, a Internet, por lo que se ha basado en las experiencias de similares características en mercados de otros países.

A este respecto, y con la finalidad de preservar la seguridad de los inversores, la Sociedad de Bolsas estableció unas reglas específicas de contratación, atendiendo a la mayor volatilidad y riesgo que presentaban estos valores.

De esta forma, se veían ampliados, para el caso concreto de los valores del Nuevo Mercado, los porcentajes máximos de variación de precios para cada sesión hasta un 25% (15% para los valores tradicionales), siendo posible ampliar dicho porcentaje si las circunstancias del mercado o del valor lo aconsejaban.

No obstante, la seguridad del inversor en estos valores se encontraba basada en la obligación de presentar información adicional a las tradicionales (hechos relevantes, información trimestral, semestral y anual) ya que, al menos una vez al año, estas empresas ponían a disposición del público una información explicativa de la evolución y perspectivas de su negocio.

En la actualidad el Nuevo Mercado cuenta con 8 empresas cotizadas. Con el objeto de facilitar un seguimiento del Nuevo Mercado se creó el índice el IBEX NM. No obstante, este índice tecnológico dejó de calcularse el 3 de diciembre de 2007, al no haber ningún producto financiero asociado a este

3. Mercados

índice, unido a que el reducido número de valores que lo integraban y al cambio que se produjo en la realidad económica, lo hicieron innecesario.

En noviembre de 2007 el Nuevo Mercado acumulaba una caída del 7,4% y aunque dibujaba una tendencia alcista desde finales de 2002, no volvió a recuperar nunca los niveles máximos registrados al comienzo de su andadura.

Además, este indicador se ha caracterizado de forma habitual por ir a contracorriente del resto de índices selectivos y del mercado español en su conjunto, de forma que era corriente que cerrara las jornadas con signo contrario al Ibex 35 o al Índice General de la Bolsa de Madrid.

3.1.2.3 Mercado Latibex

El Mercado de Valores Latinoamericanos en Euros (“Latibex”) que comenzó a funcionar a finales de 1999, celebró en 2007 su octavo aniversario con cifras récord de rentabilidad y negociación, tanto por volumen como por número de operaciones.

El mercado nació como una posibilidad de que las empresas latinoamericanas cotizadas encontraran una referencia en la formación de precios en horario europeo y apoyado en el protagonismo de la economía española en el contexto de América Latina. Este mercado utiliza como plataforma de contratación el SIBE y para potenciar la liquidez de este mercado y mejorar las operaciones de arbitraje en el año 2001 se introdujo la figura del Especialista.

El mercado no tiene la consideración de mercado secundario oficial, pero su funcionamiento es muy similar al mercado bursátil. Se trata de un mercado multilateral en el que las operaciones cruzadas en el mismo se liquidan en un plazo de tres días por Iberclear. Desde el comienzo de su funcionamiento se han incorporado 38 valores todos los cuales cotizan en alguna bolsa de valores de Latinoamérica.

3. Mercados

Cuadro 7

PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS

Mercado autorizado por el Gobierno español

Plataforma de negociación y liquidación en Europa de las principales empresas latinoamericanas.

Divisa: Cotización en Euros.

Contratación: A través del Sistema electrónico de la Bolsa española (SIBE).

Liquidación: En D+3 mediante anotaciones en cuenta.

Conectado al mercado de origen por acuerdos de Iberclear con los depositarios centrales latinoamericanos o a través de una entidad de enlace

Intermediarios: Actualmente operan todos los miembros de la Bolsa Española. Recientemente también se han incorporado operadores de los mercados latinoamericanos.

Especialistas: Intermediarios que se comprometen a ofrecer precios de compra y venta en todo momento.

Índices:

i) FTSE Latibex All Share, que recoge todas las empresas cotizadas en Latibex.

ii) FTSE Latibex Top, que aglutina a los 15 valores más líquidos de la región cotizados en Latibex.

iii) FTSE Latibex Brasil, que aglutina a los valores más líquidos de Brasil cotizados en Latibex.

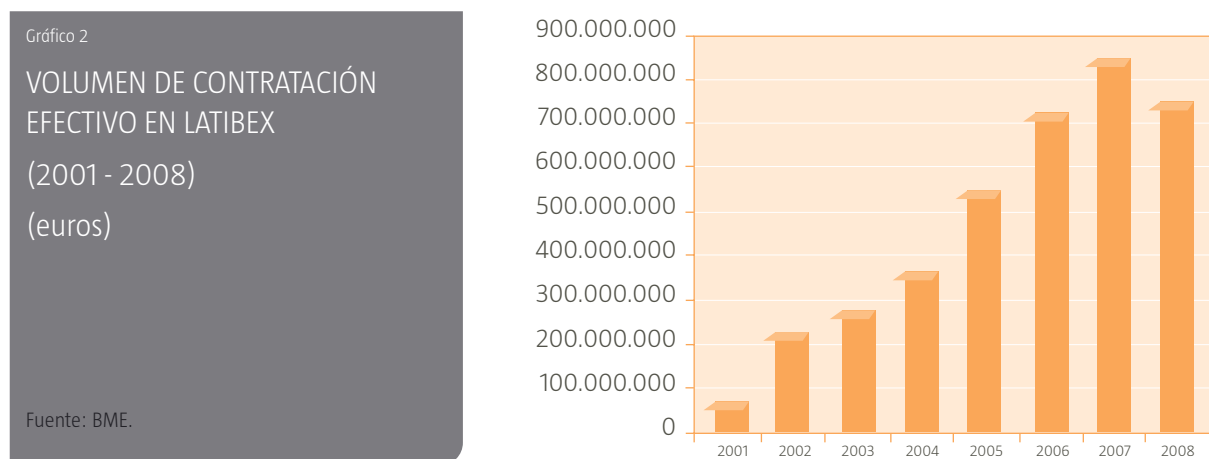
* Los tres índices se realizan en colaboración con FTSE, la firma de diseño y elaboración de índices del Grupo Financial Times.

Transparencia Informativa: Las empresas cotizadas facilitan al mercado la misma información que suministran en las entidades reguladoras de los mercados donde negocian sus mercados.

Fuente: BME

3. Mercados

En el gráfico que figura a continuación se muestra la evolución que ha sufrido el Latibex desde sus comienzos hasta 2008, en términos de volumen de contratación:



3.1.3 Mercado de Opciones y Futuros

Los Mercados de Opciones y Futuros se inscriben dentro de los denominados mercados de productos derivados y tienen como función permitir la cobertura de riesgos surgidos de fluctuaciones adversas, y respecto a un determinado posicionamiento de un agente económico. El mercado español de futuros y opciones se denomina Mercado Español de Futuros Financieros (MEFF).

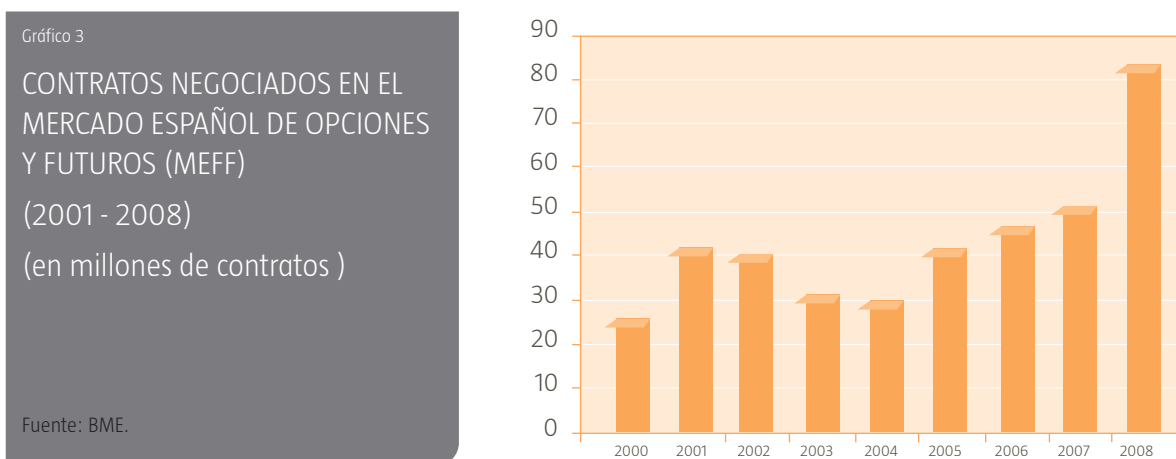
MEFF es el mercado secundario oficial de futuros y opciones financieros, donde se negocian estos tipos de contratos sobre activos de renta fija y variable. Inició su funcionamiento en noviembre de 1989 y su principal actividad es la negociación, liquidación y compensación de contratos de futuros y opciones sobre bonos del Estado y los índices bursátiles del IBEX-35, S&P Europe 350 y los futuros y opciones sobre acciones. Está totalmente regulado, controlado y supervisado por las autoridades económicas (CNMV y Ministerio de Economía y Hacienda), realizando tanto las funciones de negociación como las de cámara de compensación y liquidación, perfectamente integradas en el mercado electrónico desarrollado al efecto.

MEFF ha sido reconocido a nivel internacional por las autoridades de regulación del Reino Unido y de Suiza, como mercado apto para la negociación por parte de las entidades radicadas en sus jurisdicciones respectivas. Asimismo, la comercialización en Estados Unidos de los Futuros y Opciones sobre índices y sobre deuda negociados en MEFF ha sido autorizada por la CFTC, la cual ha otorgado también la "Part 30. Exemption" a todos los miembros del mercado.

Cualquier persona física o jurídica, española o extranjera puede ser cliente y operar en el Mercado MEFF, realizando compras y/o ventas de futuros y opciones.

3. Mercados

En 2008 los volúmenes negociados de opciones y futuros sobre acciones e índices de renta variable en el mercado español alcanzaron un record histórico, tal y como se muestra en el gráfico a continuación.



Los 75 millones de contratos negociados en 2008, suponen un 72% más que en el mismo período de 2007, y en términos de posiciones abiertas se han acercado a los 12 millones de contratos, un 10% más. El valor nominal de los contratos negociados superó en 2008 el billón de euros por segunda vez en toda su historia.

Los resultados positivos obtenidos en el presente ejercicio en el mercado de derivados se han basado en la continuidad de la estrategia seguida a lo largo de estos últimos años: crecimiento en el número de miembros, especialmente los no residentes; nuevas mejoras y facilidades tecnológicas; y una mayor estandarización de los procedimientos. Así, en los once primeros meses de 2008 el número de miembros no residentes se ha incrementado hasta alcanzar los 68, sobre un total de 122 miembros de MEFF.

Para afianzar la fortaleza y liquidez del mercado, así como una mayor competitividad y flexibilidad a sus miembros, se ha ampliado la gama de algunos de los productos, se ha mejorado la codificación de los contratos, y se dispone de nuevos vencimientos mensuales.

3.1.3.1 Mercado de Futuros del Aceite de Oliva

La negociación en el Mercado de Futuros del Aceite de Oliva (MFAO)¹² se inició en enero de 2004, gestionado por la Sociedad Rectora de este mercado (MFAO, Sociedad Rectora del Mercado de Futuros del Aceite de Oliva, S.A.), que agrupa a la Junta de Andalucía, diversas entidades financieras y empresas del sector olivarero.

¹² www.mfao.es

3. Mercados

En la actualidad es el único mercado establecido en España de productos derivados sobre subyacente no financiero (aceite de oliva), tras la desaparición del mercado de futuros y opciones sobre cítricos.

Desde el 6 de febrero de 2004, fecha de apertura del MFAO, se negocian contratos de futuros sobre aceite de oliva, siendo el único Mercado de Futuros en el mundo donde se negocia aceite de oliva.

3.1.4 Registro Español de Derechos de Emisión CO2

En junio 2005 comenzó a funcionar el Registro Nacional de Derechos de Emisión de Gases de Efecto Invernadero "Renade" que es el componente español del sistema de registros de derechos de la UE. El Registro nacional está adscrito al Ministerio de Medio Ambiente y su gestión fue encomendada a Iberclear en noviembre de 2004. Tras la incorporación de la normativa comunitaria al Derecho español (Ley 1/2005, de 9 de marzo y Real Decreto 1264, de 21 de octubre) y sobre la base del Reglamento CE 2216/2004 de la Comisión de 21 de diciembre, comenzaron a registrarse derechos de emisión a los que se ha otorgado el carácter de derecho negociable.

3.1.5 Sistemas Multilaterales de Negociación e Internalizadores Sistemáticos

La Ley 47/2007, de 19 de diciembre, añade un nuevo Título XI a la Ley del Mercado de Valores en el que se regulan los sistemas multilaterales de negociación y los internalizadores sistemáticos. Junto a los mercados secundarios oficiales constituyen los distintos sistemas de negociación de instrumentos financieros reconocidos por la Ley. Se incorpora así uno de los cambios fundamentales introducidos por la Directiva 2004/39/CE, esto es, el fomento de la competencia entre las diferentes formas de ejecución de las operaciones con instrumentos financieros, de modo que dicha competencia contribuya a completar el mercado único de servicios de inversión, abaratándolos para los clientes finales. De esta manera las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito que proveen servicios de inversión podrán competir con las bolsas y demás mercados secundarios oficiales en la negociación de instrumentos financieros.

Por sistema multilaterales de negociación hay que entender todo sistema, operado por una empresa de servicios de inversión o por una sociedad rectora de un mercado secundario oficial, que permita reunir, dentro del sistema y según sus normas no discrecionales, los diversos intereses de compra y venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos, de conformidad con lo dispuesto en la Ley del Mercado de Valores.

Estos sistemas tienen su antecedente en nuestro país en los mercados o sistemas organizados de negociación no oficiales reconocidos por la anterior Ley del Mercado de Valores. La Ley 47/2007 reconoce esta realidad en el ámbito europeo y establece unos ciertos requisitos organizativos y de transparencia previa y posterior a la negociación de acciones a nivel similar al de los mercados secundarios oficiales.

3. Mercados

La internalización sistemática queda definida en la mencionada Ley como un servicio de inversión más dentro de los reservados a las empresas de servicios de inversión. En realidad, se da carta de naturaleza a una tercera forma alternativa de negociar instrumentos financieros que ya se daba en la práctica de las empresas de servicios de inversión, esto es, la ejecución por cuenta propia, internamente y de forma organizada y sistemática de órdenes de clientes sobre instrumentos financieros admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales.

Esta práctica se considera positiva para incrementar la competencia en los mercados financieros pero al mismo tiempo se hace patente la necesidad de sujetarla a ciertas reglas. De este modo, para evitar situaciones de trato injusto hacia los clientes se establecen obligaciones de información y de transparencia en cuanto a las posibilidades de ejecución de órdenes que ofrece el servicio, se introdujeron disposiciones para garantizar un trato no discriminatorio a los clientes en el acceso a este servicio de inversión, así como normas relacionadas con el procedimiento de ejecución de las órdenes.

3.1.6 Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs)

Con el objetivo de incrementar la protección del pequeños inversor, se modificó en el año 2003 el marco normativo de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs), para lo cual se introdujeron, por medio del Real Decreto 432/2003, de 11 de abril, entre otros, los siguientes cambios:

- Se hizo obligatoria la presentación de OPA en los siguientes casos:
 - a) OPA sobre el 10% del capital de la sociedad afectada, aún cuando se pretenda alcanzar un porcentaje inferior al 25 por 100 de su capital, siempre que se pretenda alcanzar una participación igual o superior al 5 por 100 del capital de la sociedad afectada o la que, sin llegar al porcentaje señalado, permita al adquirente designar un número de consejeros (unidos a los que éste ya hubiera designado) que representen más de un tercio y menos de la mitad más uno de los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada, y que el adquirente tenga la intención de proceder a designar a dichos consejeros.
 - b) OPA sobre el 100% del capital de la sociedad afectada, aún cuando se pretenda alcanzar un porcentaje inferior al 50% de su capital, siempre que se pretenda alcanzar una participación igual o superior al 5 por 100 del capital de la sociedad afectada o la que, sin llegar al porcentaje señalado, permita al adquirente designar un número de consejeros (unidos a los que éste ya hubiera designado) que representen más de la mitad de los miembros del Consejo de Administración de la sociedad afectada, y que el adquirente tenga la intención de proceder a designar a dichos consejeros.
- La reforma admitió ya de forma expresa la posibilidad de formular OPAs condicionadas, sometiendo la eficacia de la OPA a condiciones cuyo cumplimiento debe ser aprobado por los órganos sociales de la sociedad afectada.

3. Mercados

- Finalmente, la reforma mejoró el régimen de las OPAs competidoras:
 - a) Se suprimió la exigencia de que la mejora de los precios en las ofertas competidoras deba ser al menos de un 5%.
 - b) Se redujo el plazo de presentación de las ofertas competidoras a 10 días naturales y se estableció un plazo máximo y único para la presentación de cualquier oferta competidora de 30 días naturales desde el inicio del plazo de aceptación de la oferta inicial.
 - c) Una vez iniciado el plazo de aceptación de la última de las OPAs competidoras autorizada, se abre un período de subasta. Así, los oferentes de las OPAs precedentes podrán modificar las condiciones de sus ofertas, presentando una mejora del precio o bien extendiendo su oferta a un número mayor de valores. La mejora deberá presentarse en sobre cerrado a la CNMV, en un plazo de cinco días a contar desde el inicio del plazo de aceptación de la última de las OPAs competidoras autorizada.

En 2007 se aprobaron dos importantes novedades normativas sobre este tema. Por un lado, la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma la Ley 24/1988 del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores y, por otro lado, el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre ofertas públicas de adquisición.

La Ley 6/2007, de 12 abril, tiene un doble objetivo:

- (i) modificar la Ley del Mercado de Valores, para incorporar parcialmente a nuestro ordenamiento dos Directivas comunitarias. Se trata de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición (Directiva de OPAS) y la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE (Directiva de Transparencia).
- (ii) modificar aquellos aspectos de la regulación para garantizar que las ofertas públicas de adquisición se lleven a cabo en un marco legal completo y con total seguridad jurídica.

El Real Decreto 1066/2007 vino a completar las modificaciones introducidas por la Ley 6/2007. En virtud de este Real Decreto, y salvo las excepciones previstas en el mismo, quedará obligado a formular una oferta pública de adquisición por la totalidad de los valores y dirigida a todos sus titulares a un precio equitativo quien alcance el control de una sociedad cotizada. Asimismo, cuando una sociedad acuerde la exclusión de negociación de sus acciones en los mercados secundarios oficiales españoles, deberá promover una oferta pública de adquisición, salvo que, por concurrir alguno de los supuestos contemplados en este Real Decreto, la oferta de exclusión no sea necesaria. Finalmente, cuando la reducción del capital de una sociedad cotizada española se realice mediante

3. Mercados

la compra por ésta de sus propias acciones para su amortización, sin perjuicio de los requisitos mínimos previstos en el artículo 170 de la Ley de Sociedades Anónimas, deberá formularse una oferta pública de adquisición de acuerdo con lo establecido en este Real Decreto.

3.1.7 Préstamo de valores

El préstamo de valores es definido como el negocio jurídico por el que una de las partes, el prestamista, transmite la titularidad de unos valores mobiliarios a favor de otra, el prestatario, que adquiere la obligación de satisfacer la remuneración estipulada a cambio de la cesión en préstamo y a realizar la correspondiente liquidación de la operación, una vez llegado el momento del vencimiento, efectuando la entrega de otros valores de la misma especie y calidad, sin tener en cuenta que el valor de los mismos será diferente del que ostentaban en el momento de la cesión.

Además del préstamo de valores para garantizar la entrega de los valores negociados en un mercado secundario a la fecha de su liquidación, regulado en el Real Decreto 116/1992, de anotaciones en cuenta (modificado por el Real Decreto 363/2007, de 16 de marzo), la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y de Orden Social, establece el régimen fiscal relativo a determinados préstamos de valores, donde destaca:

- Tratamiento para el prestamista:
 - No existe alteración en la composición de su patrimonio ni se genera renta alguna en la entrega de los valores en préstamo ni en la devolución de otros tantos valores homogéneos al vencimiento del préstamo.
 - Recibirán la consideración de rendimientos obtenidos por la cesión a terceros de capitales propios tanto la remuneración del préstamo como el importe de las compensaciones por los derechos económicos que se deriven de los valores prestados.
 - A los efectos de la aplicación del régimen de deducciones o exenciones que se establece, desde el punto de vista fiscal, para las entidades jurídicas, se entiende que el porcentaje de participación y el tiempo de tenencia en cartera no se ven alterados por la realización de las operaciones de préstamo de valores.
 - La provisión por depreciación de la cuenta deudora que sustituya a los valores prestados será deducible en las mismas condiciones que la provisión por depreciación de dichos valores.
- Tratamiento para el prestatario:
 - Los dividendos, participaciones en beneficios y cualesquiera otros rendimientos derivados de los valores tomados en préstamo se integrarán en la renta del prestatario.
 - Será considerado como un rendimiento del capital mobiliario derivado de la participación en los fondos propios de cualquier tipo de entidad, la totalidad del importe que se perciba

3. Mercados

derivado de la distribución de la prima de emisión o de una reducción de capital con devolución de aportaciones que afecte a los valores prestados o a su valor de mercado, si fuese en especie.

- De igual forma, en los supuestos de ampliación de capital, deberá integrar el prestatario en su imposición personal, el valor de mercado correspondiente a los derechos de suscripción o asignación gratuita que le hayan sido adjudicados.
- Recibirá la consideración de gasto financiero la compensación que deberá pagarle al prestamista por los derechos económicos derivados de los valores prestados.
- Tendrá derecho a la práctica de las exenciones o deducciones que así se establezcan en su imposición personal en relación a las rentas derivadas de los valores tomados en préstamo.

Adicionalmente, la Orden Ministerial de 25 de marzo de 1991 regula el préstamo de valores vinculado a una operación de venta de los mismos en una Bolsa de Valores. Se trata de una operación financiera reservada a las sociedades de valores y a las entidades de crédito.

Finalmente, la misma Orden Ministerial establece el contenido mínimo que ha de tener el denominado “préstamo al prestamista” o contrato en virtud del cual el titular de acciones permite a la entidad depositaria de las mismas cederlas en préstamo con el fin de rentabilizar su cartera.

3.2 Mercado crediticio

Como se ha expuesto anteriormente, el mercado crediticio español se estructura en torno a los bancos, cajas y cooperativas de crédito, que canalizan la mayor parte del ahorro, empleando sus fondos en la financiación del sector privado.

Las entidades de crédito también operan como inversores y suscriptores en el mercado de valores, ajustando su liquidez mediante transacciones en los mercados interbancario y monetario.

El crecimiento en paralelo de los depósitos captados y de los préstamos concedidos al sector privado indica la inexistencia de problemas significativos en relación con la obtención de financiación empresarial.

La liberalización de los movimientos de capital en la UE ha facilitado asimismo a las compañías españolas la obtención de financiación en el extranjero.

Como consecuencia de los acontecimientos que afectan a la economía financiera internacional desde agosto de 2007, Europa está viviendo una situación de graves dificultades de carácter financiero. Con el propósito de actuar coordinadamente entre los diferentes Estados Miembros y al objeto de asegurar la estabilidad del sistema financiero, el Consejo Económico y Financiero de la Unión Europea asumió la propuesta de la Comisión Europea de llevar a cabo urgentemente una

3. Mercados

iniciativa adecuada para promover la convergencia de los sistemas de garantía de depósitos y acordó la elevación del umbral mínimo de cobertura hasta 50.000 euros. En España, esta resolución ha sido desarrollada por Real Decreto 1642/2008, de 10 de octubre, donde se ha resuelto fortalecer el sistema español de garantía de depósitos y de inversiones, elevando la protección de los existentes hasta cien mil euros (100.000 €) por titular y entidad, para situaciones que pudiesen producirse en el futuro. Con esta medida se pretende mantener e incrementar la confianza de los depositantes e inversores en nuestras entidades de crédito y Empresas de Servicios de Inversión.

Cabe mencionar la regulación de los procedimientos de titulización no hipotecaria, los cuales contribuyen a facilitar la generación por las entidades de crédito de recursos adicionales para la concesión de nuevos créditos.

3.2.1 Titulización de activos

La titulización consiste, básicamente, en la transformación de conjuntos de derechos de crédito, en valores de renta fija homogéneos y estandarizados, con el objeto de su posterior negociación en mercados organizados, siendo susceptibles de adquisición por parte de inversores.

Dentro de la titulización cabe realizar una distinción:

- Titulización hipotecaria: Se realiza a través de los fondos de titulización hipotecaria que son patrimonios separados, carentes de personalidad jurídica, cuyo activo está integrado por las participaciones hipotecarias que agrupan (emitidas por entidades de crédito y respaldadas por préstamos hipotecarios de la cartera del cedente) y su pasivo, por los valores emitidos, de modo que su valor neto patrimonial es nulo.
- Titulización de activos: Los fondos de titulización de activos son patrimonios separados y carentes de personalidad jurídica que se caracterizan por estar integrado su activo por los activos financieros y otros derechos de crédito, tanto presentes como futuros, y su pasivo, por los valores de renta fija que se emitan, así como por los préstamos concedidos por entidades de crédito e incluso por aportaciones de inversores de carácter institucional.

El mercado de titulización en España ha sufrido una evolución espectacular a lo largo de los últimos años, desde la publicación del Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, sobre fondos de titulización de activos y sociedades gestoras de fondos de titulización, en el que se establecía el marco legal para los fondos de titulización de activos. De hecho, la titulización ha pasado a ser últimamente una de las fórmulas de financiación más utilizadas en el sector financiero español. El mercado de titulización en España ha sido el de mayor crecimiento en Europa en los últimos años, convirtiendo a nuestro país en uno de los grandes competidores internacionales en esta clase de bonos y en objeto de atención por parte de los analistas internacionales.

3. Mercados

La Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y de orden social, reconoció legalmente la llamada “titulización sintética”, en virtud de la cual, se transfiere el riesgo de créditos de unos determinados activos a un fondo de titulización mediante la contratación con terceros de derivados crediticios, sin que se cedan los derechos de crédito en cuestión.

La publicación, en noviembre de 2005, de la Orden EHA/3536/2005, de determinación de derechos de crédito futuros susceptibles de incorporación a un fondo de titulización amplió el abanico de posibles derechos de crédito objeto de titulización pues, si bien el Real Decreto 926/1998 ya reconocía la posibilidad de que los derechos de crédito futuros pudieran cederse a un fondo de titulización, se requería la publicación previa de una Orden Ministerial que autorizase dicha cesión (salvo para los derechos del concesionario al cobro de autopistas de peaje, que ya se reconocían expresamente en el Real Decreto como susceptibles de titulización), con lo que la Orden reconoció expresamente la posible cesión de diversas categorías de derechos de crédito futuros, siempre que se cumplan determinados requisitos.

3.3 Mercado Monetario

El mercado monetario español se apoya fundamentalmente en la emisión de títulos a corto plazo por el Banco de España, que son suscritos por bancos, entidades de financiación y operadores del mercado monetario que, con posterioridad, colocan una parte de los mismos entre inversores individuales y empresas.

En un sentido más amplio, el mercado monetario incluye asimismo depósitos interbancarios (cuyos tipos de interés sirven como índice de referencia para otras transacciones) y la negociación de pagarés de empresa.

La importancia del mercado monetario se ha incrementado de forma notable como consecuencia de la liberalización y de la mayor flexibilidad del conjunto del sistema financiero español durante los últimos años, dado que los tipos de interés son habitualmente más altos que la tasa de inflación, y dada la magnitud del volumen de negociación de títulos del mercado monetario.

4. Medidas protectoras de los clientes de servicios financieros

4. MEDIDAS PROTECTORAS DE LOS CLIENTES DE SERVICIOS FINANCIEROS

La Ley Financiera generalizó e intensificó la protección de los clientes de servicios financieros por medio de las siguientes medidas:

- Creación de los Comisionados para la Defensa de los Clientes de Servicios Financieros: Órganos adscritos al Banco de España, la CNMV y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones con la expresa finalidad de proteger los derechos del usuario de servicios financieros y que fue objeto de desarrollo mediante el Real Decreto 303/2004, de 20 de febrero.

Entre las competencias de dichos Comisionados, se encuentran:

- Atender las quejas y reclamaciones directamente relacionadas con los intereses y derechos legalmente reconocidos, derivados tanto de los contratos, como de la normativa de transparencia y protección de la clientela, de las buenas prácticas y de los usos financieros.
 - Contrastar la información necesaria para verificar y constatar la trascendencia de la queja o reclamación interpuesta y recabar la información necesaria de los órganos y entidades supervisoras, a los efectos de su resolución. Asimismo, será el encargado de la remisión a estos órganos de los expedientes en los que aprecie incumplimiento o quebrantamiento de las normas de transparencia y protección de la clientela y de divulgar los criterios que sirvan de base en la resolución de los expedientes.
 - Asesorar a los usuarios de servicios financieros en relación a sus derechos e informarles de los cauces legales para su ejercicio.
 - Elaboración de una memoria anual.
 - Proponer a la autoridad competente las modificaciones normativas que se estimen convenientes, informar de las normas reglamentarias de desarrollo que se tramiten e informar de los reglamentos de funcionamiento de los departamentos o servicios de atención al cliente y del defensor del cliente.
 - Servir de órgano de relación y comunicación con instituciones y órganos, tanto nacionales como extranjeros y colaborar con las entidades financieras para la difusión de actividades informativas relacionadas con las funciones de los comisionados, así como promover actuaciones que faciliten el conocimiento, por parte de los usuarios, de la normativa relativa a la transparencia y protección de la clientela, así como de las buenas prácticas y usos financieros.
- Obligación de las entidades de crédito, empresas de servicios de inversión entidades aseguradoras de atender y resolver las quejas y reclamaciones de sus clientes relacionados con sus intereses y derechos.

4. Medidas protectoras de los clientes de servicios financieros

A estos efectos, dichas entidades deberán contar con un departamento de atención al cliente formado por una entidad o experto independiente, teniendo sus decisiones carácter vinculante.

El departamento o servicio de atención tiene por objeto atender y resolver las quejas y reclamaciones que presenten los clientes. Dicho departamento o servicio de atención al cliente debe estar separado de los restantes servicios operativos de la organización y actuar bajo los principios de rapidez, seguridad, eficacia y coordinación. Asimismo, debe contar con los medios humanos, materiales, técnicos y organizativos que aseguren un conocimiento adecuado de la normativa relativa a la transparencia y protección de los clientes de servicios financieros.

El defensor del cliente es un órgano de creación facultativa que puede ser externo a la organización de las entidades financieras y cuya finalidad es atender y resolver las reclamaciones que se sometan a su decisión y promover el cumplimiento de la normativa de transparencia y protección de la clientela y de las buenas prácticas y usos financieros. El defensor del cliente debe actuar con independencia respecto de la entidad y con total autonomía en relación con los criterios y directrices a aplicar en el ejercicio de sus funciones.

Ambas figuras fueron desarrolladas por la Orden Ministerial ECO/734/2004, de 11 de marzo, que regula la creación de los departamentos y servicios de atención al cliente y el defensor del cliente de las entidades financieras.

- Las entidades financieras deben elaborar y aprobar un Reglamento para la Defensa del Cliente que regule la actividad del departamento o servicio de atención al cliente, del defensor del cliente, si existiese, y las relaciones entre ambos. Finalmente, el departamento o servicio de atención al cliente y, si existiese, el defensor del cliente deben emitir un informe anual o resumen, el cual debe integrarse en la Memoria anual de las entidades financieras.

El 12 de julio de 2007 se publicó en el BOE la Ley 22/2007, de 11 de julio, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores, para completar la incorporación al ordenamiento jurídico español de la Directiva 2002/65/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de septiembre de 2002, relativa a la comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores.

El objeto de la Ley 22/2007 es establecer un régimen específico de protección al usuario de servicios financieros aplicable a los contratos prestados, negociados y celebrados a distancia. Esta Ley se aplica tanto a contratos como a las ofertas relativas a los mismos siempre que generen obligaciones para el consumidor, cuyo objeto sea la prestación de todo tipo de servicios financieros a los consumidores, en el marco de un sistema de venta o prestación de servicios a distancia organizado por el proveedor, cuando utilice exclusivamente técnicas de comunicación a distancia, incluida la propia celebración del contrato.

Entre los aspectos más destacados de la Ley 22/2007 están los siguientes:

4. Medidas protectoras de los clientes de servicios financieros

- Se establece la obligación de la comunicación de las condiciones contractuales y de la información previa por el proveedor del servicio financiero al consumidor. El incumplimiento por el proveedor de los requisitos de información que le impone la Ley 22/2007 podrá dar lugar a la nulidad de los contratos.
- Se reconoce el derecho de desistimiento: Derecho del consumidor a desistir del contrato válidamente celebrado sin indicación de los motivos y sin penalización alguna. Es una especie de “derecho al arrepentimiento”. El plazo general para el ejercicio del mismo es de 14 días naturales, mientras que para los contratos relacionados con los seguros de vida el plazo es de 30 días naturales.
- Se establecen garantías complementarias a los dos mecanismos básicos de protección del consumidor ya analizados, esto es, la transparencia y el desistimiento. Estas garantías tienen dos finalidades:
 - Proteger al consumidor del cargo fraudulento o indebido de importes cuando el pago por los servicios financieros se haya efectuado mediante una tarjeta de pago: el titular de la tarjeta podrá exigir la inmediata anulación del cargo.
 - Proteger al consumidor frente al acoso de los proveedores en lo relativo a servicios y comunicaciones no solicitadas.

5. Tributación de productos financieros

5. TRIBUTACIÓN DE PRODUCTOS FINANCIEROS

Este epígrafe contiene la tributación de los principales productos financieros presentes en el mercado español, haciendo especial referencia a los ya tratados a lo largo de este Capítulo.

A estos efectos, recogemos la tributación de rendimientos derivados de estos productos y, de igual forma, las plusvalías o minusvalías generadas en el momento de su transmisión o reembolso.

Cuadro 8

TRIBUTACIÓN DE PRODUCTOS FINANCIEROS

	No Residentes sin Establecimiento Permanente	Personas físicas residentes	Personas jurídicas
Depósitos bancarios	Interés: <ul style="list-style-type: none">Rendimiento del capital mobiliarioTipo impositivo:<ul style="list-style-type: none">— UE: Exento— CDI: Tipo reducido o exento (según CDI)— Restantes países: 18%Retención al tipo correspondiente (salvo UE exento)Cuentas de No Residentes: exentas	Interés: <ul style="list-style-type: none">Rendimiento del capital mobiliarioRetención: 18%BI del ahorroTipo impositivo: 18% (salvo procedente de entidades vinculadas)	Interés: <ul style="list-style-type: none">RentaRetención: 18%Tipo impositivo: 30% (general)
Activos financieros con rendimiento explícito	Cupón: <ul style="list-style-type: none">Rendimiento del capital mobiliarioTipos:<ul style="list-style-type: none">— UE: Exento— CDI: Tipo reducido o exento (según CDI)— Restantes países: 18%— Deuda Pública exenta salvo paraíso fiscalRetención al tipo correspondiente (salvo UE exento)	Cupón: <ul style="list-style-type: none">Rendimiento del capital mobiliarioRetención: 18%BI del ahorroTipo impositivo: 18 (salvo entidades vinculadas)	Cupón: <ul style="list-style-type: none">RentaEmisiones privilegiadas no sujetas a retenciónRetención: 18%Tipo impositivo: 30% (general)

5. Tributación de productos financieros

Cuadro 8 (cont.)

TRIBUTACIÓN DE PRODUCTOS FINANCIEROS

	No Residentes sin Establecimiento Permanente	Personas físicas residentes	Personas jurídicas
Activos financieros con rendimiento explícito	Renta obtenida en la transmisión: <ul style="list-style-type: none"> Rendimiento del capital mobiliario Tipos: <ul style="list-style-type: none"> UE: Exento CDI: Tipo reducido o exento (según CDI) Restantes países: 18% Deuda Pública exenta, salvo paraíso fiscal Retención: <ul style="list-style-type: none"> Al tipo correspondiente (salvo UE exento) Emisiones privilegiadas: no sujetas a retención 	Renta obtenida en la transmisión: <ul style="list-style-type: none"> Rendimiento del capital mobiliario BI del ahorro Retención <ul style="list-style-type: none"> Emisiones privilegiadas: no sujetas a retención Resto emisiones: 18% (salvo entidades vinculadas) 	Renta obtenida en la transmisión o reembolso: <ul style="list-style-type: none"> Renta Retención: <ul style="list-style-type: none"> Emisiones privilegiadas (*) posteriores a 1/1/99: no sujetas a retención Resto de emisiones: 18% Tipo impositivo: 30% (general)
Activos financieros con rendimiento implícito (excepto Letras del Tesoro)	Renta obtenida en la transmisión o reembolso: <ul style="list-style-type: none"> Rendimiento del capital mobiliario <ul style="list-style-type: none"> UE: Exento CDI: Tipo reducido o exento (según CDI) Restantes países: 18% Deuda Pública exenta Retención al tipo correspondiente (salvo UE exento)	Renta obtenida en la transmisión o reembolso: <ul style="list-style-type: none"> Rendimiento del capital mobiliario Retención: 18% BI del ahorro Tipo impositivo: 18% (salvo entidades vinculadas)(*) 	Renta obtenida en la transmisión o reembolso: <ul style="list-style-type: none"> Renta Retención: <ul style="list-style-type: none"> Emisiones privilegiadas(*) posteriores a 1/1/99: no sujetas a retención Resto de emisiones: 18% Tipo impositivo: 30% (general)
Letras del Tesoro	<ul style="list-style-type: none"> Rendimiento del capital mobiliario Exenta 	<ul style="list-style-type: none"> Rendimiento del capital mobiliario No sujeto a retención BI del ahorro Tipo impositivo: 18% 	<ul style="list-style-type: none"> Rendimiento No sujeto a retención Tipo impositivo: 30% (general)

5. Tributación de productos financieros

Cuadro 8 (cont.)

TRIBUTACIÓN DE PRODUCTOS FINANCIEROS

	No Residentes sin Establecimiento Permanente	Personas físicas residentes	Personas jurídicas
Acciones españolas (excepto IIC)	<p>Dividendos:</p> <ul style="list-style-type: none"> Rendimiento del capital mobiliario Exentos primeros 1.500 euros para personas físicas si residen en la UE o en un país con el que exista un efectivo intercambio de información <ul style="list-style-type: none"> — UE: 18% salvo aplicación de la Directiva Matriz-filial — CDI: Tipo reducido o exento (según lo establecido en el CDI) — Restantes países: 18% <p>Retención al tipo correspondiente (salvo matriz-filial)</p> <p>Plusvalía obtenida en la transmisión:</p> <ul style="list-style-type: none"> Ganancia o pérdida patrimonial <ul style="list-style-type: none"> — Cotizadas: <ul style="list-style-type: none"> – UE: Exención salvo participaciones significativas o inmobiliarias – CDI: Generalmente exento – Paraíso: 18% – Restantes países: 18% – Coeficientes reductores bajo ciertos requisitos (Ver capítulo fiscal) – No retención — No Cotizadas: <ul style="list-style-type: none"> – UE: Exención salvo participaciones significativas o inmobiliarias – CDI: Generalmente exento (Según CDI) 	<p>Dividendos:</p> <ul style="list-style-type: none"> Rendimiento del capital mobiliario Exentos primeros 1.500 euros Retención: 18% BI del ahorro Tipo impositivo: 18% <p>Plusvalía obtenida en la transmisión:</p> <ul style="list-style-type: none"> Ganancia o pérdida patrimonial BI del ahorro Coeficientes reductores bajo ciertos requisitos (Ver capítulo fiscal) Tipo impositivo 18% No retención 	<p>Dividendos:</p> <ul style="list-style-type: none"> Rendimiento Deducción cuota: <ul style="list-style-type: none"> — General: 50% — En determinados supuestos: 100% Tipo impositivo: 30% (general) <p>Plusvalía obtenida en la transmisión:</p> <ul style="list-style-type: none"> Renta Posibilidad de deducción en cuota (reservas) y deducción por reinversión bajo ciertos requisitos No retención Tipo impositivo: 30% (general)

5. Tributación de productos financieros

Cuadro 8 (cont.)

TRIBUTACIÓN DE PRODUCTOS FINANCIEROS

	No Residentes sin Establecimiento Permanente	Personas físicas residentes	Personas jurídicas
Acciones españolas (excepto IIC)	<ul style="list-style-type: none"> — No Cotizadas: <ul style="list-style-type: none"> – Paraíso: 18% – Restantes países: 18% – Coeficientes reductores bajo ciertos requisitos (Ver capítulo fiscal) – No retención 		
Acciones y participaciones en IIC (españolas o europeas reguladas en la Directiva 85/611/CEE e inscritas en la CNMV)(**)	<p>Dividendos:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Rendimiento del capital mobiliario <ul style="list-style-type: none"> — UE: 18% — CDI: Tipo reducido o exento (según lo establecido en el CDI) — Restantes países: 18% <p>Retención al tipo correspondiente</p> <p>Plusvalía obtenida en la transmisión:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ganancia o pérdida patrimonial <ul style="list-style-type: none"> — UE: Exención salvo participaciones significativas o inmobiliarias — CDI: Generalmente exento (según CDI) — Restantes países: 18% — Coeficientes reductores bajo ciertos requisitos (Ver capítulo fiscal) <p>Retención al tipo correspondiente (salvo UE exento)</p>	<p>Dividendos:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Rendimiento del capital mobiliario • BI del ahorro • Retención: 18% • Tipo impositivo: 18% <p>Plusvalía obtenida en la transmisión:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ganancia o pérdida patrimonial • BI del ahorro • Coeficientes reductores bajo ciertos requisitos (Ver capítulo fiscal) • Retención:18% • Tipo impositivo 18% • Régimen de diferimiento de ganancias a condición de reinversión bajo determinadas condiciones (en ese caso no habrá retención) 	<p>Dividendos:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Renta • No deducción • Retención:18% • Tipo impositivo: 30% (general) <p>Plusvalía obtenida en la transmisión:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Renta • Retención:18% • Tipo impositivo: 30% (general)

(*) Se entenderá que no proceden de entidades vinculadas con el contribuyente los rendimientos del capital mobiliario satisfechos por las entidades previstas en el artículo 1.2 del Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, sobre Adaptación del Derecho vigente en materia de Entidades de Crédito al de las Comunidades Europeas, cuando no difieran de los que hubieran sido ofertados a otros colectivos de

similares características a las de las personas que se consideran vinculadas a la entidad pagadora.

(**) Los No Residentes sin Establecimiento Permanente solo tributarán con arreglo a lo dispuesto en este apartado respecto de las acciones y participaciones en IIC españolas. En el resto de los casos estaremos antes rentas no sujetas a tributación en España.