CNMV
COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

Informe sobre la revisión de la operativa de case de operaciones entre clientes de instrumentos híbridos.

DEPARTAMENTO DE SUPERVISIÓN ESI-ECA

26 de septiembre de 2011

Índice

1. Antecedentes 3

2. Objeto, alcance y trabajo realizado 4

3. Análisis de la información obtenida 6

3.1. Características de las emisiones de productos híbridos cotizados en AIAF: 6

3.2. Operaciones cruzadas en el segundo trimestre 8

3.3 Procedimientos seguidos por las entidades para casar operaciones 10

3.4 Proyectos de cambio de los sistemas actuales comunicados por las entidades 12

4. Conclusiones 13

4.1. En relación con la situación actual del sector en este ámbito y el grado de seguimiento de las pautas establecidas por la CNMV a través de las comunicaciones emitidas al sector y sus planes de desarrollo 13

4.2 En relación con la identificación de posibles conductas inapropiadas por parte de las entidades que prestan servicios de inversión 14

5. Propuestas de actuación 15

Anexo 1: Detalle por entidad

Anexo 2: Tabla por entidades

1. Antecedentes

El Plan de Actividades de la CNMV 2011 señala como prioridad en el ámbito de la supervisión de la prestación de servicios de inversión revisar los mecanismos que las entidades tienen establecidos para el case de operaciones entre clientes minoristas sobre productos híbridos. El fin último de esta actuación pasa por reforzar la protección de los inversores en unos productos que, por sus características y por la situación del mercado, requieren de una especial vigilancia ante potenciales conflictos de interés.

Esta actuación viene precedida de una labor de difusión de buenas y malas prácticas en esta materia desarrollada durante el 2010 por la CNMV.

En primer lugar, **el 16 de junio de 2010** en un escrito dirigido al sector actualizando los requisitos en la verificación de emisiones de renta fija e instrumentos híbridos dirigidos a clientes minoristas, la CNMV señaló lo siguiente:

> *"Las emisiones destinadas a minoristas deberán contar con una entidad proveedora de liquidez que llevará a cabo sus obligaciones en base a un contrato firmado con la entidad emisora que incluya la obligación de cotizar precios de compra y venta.*
>
> *Se considera una buena práctica, a efectos de valorar la liquidez de una emisión, que la entidad proveedora de liquidez realice esta actividad a través de, al menos, una plataforma electrónica multilateral y con una pluralidad de entidades participantes que garantice la correcta formación de los precios.*
>
> *Para las emisiones en que la liquidez no se facilite a través de una plataforma electrónica de las señaladas anteriormente, constituye una mala práctica que las entidades proveedoras de liquidez coticen posiciones significativamente alejadas del valor razonable.*
>
> *Constituye también una mala práctica la existencia de mecanismos internos de case de operaciones entre clientes minoristas (o entre clientes y la propia entidad) salvo que se gestionen adecuadamente los conflictos de interés existentes en estos casos. Ello se conseguiría cuando se obtenga un mejor o igual resultado para los clientes que el que se obtendría acudiendo a la entidad de liquidez o a la plataforma electrónica multilateral o bien cuando se acredite que la transacción se realiza a un precio próximo al valor razonable (considerando las horquillas habituales en mercado), en caso de que no exista contrato de liquidez o este se haya agotado.*
>
> *Las entidades que prestan servicios de inversión deberán incluir en su política de ejecución de órdenes los procedimientos necesarios para el cumplimiento de las pautas anteriores."*

En segundo lugar, la CNMV emitió un **Comunicado de fecha 25 de octubre de 2010**, en que se profundizó en los criterios de buenas prácticas para la provisión de liquidez a emisiones de renta fija dirigidas a inversores minoristas. En este Comunicado se recomienda a las entidades de liquidez que actúen a través de medios de negociación multilateral que reúnan determinados criterios (acceso no discriminatorio, transparencia pre y post negociación y suficiente información pública sobre la entidad proveedora de liquidez). El documento también recoge las reglas a seguir por las entidades de liquidez para la introducción de órdenes vinculantes (horario, volumen mínimo, horquilla de precios máxima) y señala que deben garantizar el acceso libre a información sobre volúmenes y precios cotizados y negociados.

La CNMV señaló que "*considera que las plataformas electrónicas multilaterales de negociación, de las que formen parte una pluralidad de entidades, permiten el seguimiento de los requisitos aquí definidos, si bien no excluye la posible existencia de otros medios de negociación que también lo hagan*".

Así pues, desde la CNMV se apoya la negociación de este tipo de productos en plataformas multilaterales, favoreciendo el desarrollo del segmento SEND de AIAF y la mejora en la actividad del proveedor de liquidez en estas emisiones como mecanismos para fomentar la correcta formación del precio y aumentar la transparencia del mercado secundario de estos valores. No obstante, en la medida en que esta plataforma es de uso voluntario para las entidades, se considera aceptable el mantenimiento de sistemas internos de case siempre que se diseñen para gestionar los conflictos de interés surgidos en relación con la fijación del precio.

En este sentido señalar que en el curso de las inspecciones llevadas a cabo por el Departamento de Supervisión ESI-ECA se viene revisando el funcionamiento de los sistemas internos de case. En el supuesto de detectarse malas prácticas, se solicitan medidas, aceptando que las entidades revisen el sistema interno de case de forma que incluya un procedimiento para garantizar que el precio de case se mantenga alineado con el valor teórico del producto.

2. Objeto, alcance y trabajo realizado

Objeto

El objeto de este trabajo es el análisis del funcionamiento del mercado secundario de productos híbridos (participaciones preferentes- PPR- y obligaciones subordinadas- OSB-) emitidos o comercializados por entidades financieras para:

- conocer la situación actual del sector en este ámbito y sus planes de desarrollo y verificar el grado de seguimiento de las pautas establecidas por la CNMV a través de las comunicaciones emitidas al sector.

- detectar posibles malas prácticas en el proceso de comercialización posterior al momento de emisión.

- establecer criterios y formular propuestas de actuación coherentes para todas las entidades que ofrecen este servicio de inversión.

Alcance

El trabajo se ha realizado en base a operaciones realizadas en el segundo trimestre de 2011, tal como se anunció en el Plan de Actividades y sobre productos híbridos admitidos a negociación en AIAF.

El análisis de los datos de mercado no ha tenido en cuenta las emisiones de instrumentos híbridos no admitidas a negociación o admitidos en mercados de otros países, por resultar de muy difícil acceso esta información. Tampoco se han considerado los productos que cotizan en mercados distintos de AIAF, y en particular las obligaciones necesariamente convertibles u otros valores que se negocian en el segmento de negociación de renta fija de Bolsa y Mercados. Ello sin perjuicio de que todas las comunicaciones a las entidades mantienen la referencia genérica de "productos híbridos".

En el curso del trabajo se ha obtenido cierta información del funcionamiento de las entidades de liquidez en el mercado. No obstante, el alcance del trabajo no ha incluido la revisión de la actuación de las entidades de liquidez, ya que esta labor corresponde al Departamento de Mercados Secundarios. Algunas de las entidades requeridas han aportado documentación e información sobre los procedimientos internos seguidos para la comercialización de estos productos. Sin embargo, el alcance de este trabajo no se ha centrado en la revisión del cumplimiento de todas las obligaciones de información previstas en las normas de conducta.

Trabajo Realizado

- Se han extraído de las aplicaciones internas (Consulta e Incorporación de mercados AIAF, Mercados Primarios) y fuentes públicas (Bloomberg, web de AIAF, de la CNMV, y de las propias entidades) datos sobre las características, sobre los precios de cruce y volumen negociado en el período de referencia de las emisiones vivas de productos híbridos admitidos a negociación en AIAF al inicio del período de referencia, esto es, a 1/4/2010. Debido a la fecha en que se extrajeron los datos, estos comprenden únicamente el período de 1 de abril a 23 de mayo de 2011. No se ha actualizado la información para abarcar el conjunto del trimestre en revisión debido a la dificultad de obtención de los datos y a que, a la vista de la situación actual del mercado, no se ha estimado que fueran a arrojar una visión de conjunto diferente o a alterar las conclusiones del análisis.

- Se ha enviado un requerimiento de información a una muestra amplia de entidades financieras para conocer los procedimientos internos establecidos en la gestión de órdenes de venta y compra de sus clientes sobre estos instrumentos, y si se hallan en proceso de revisión de los actuales procedimientos. Adicionalmente se les solicitó copia de su política de ejecución.

  En concreto, con fecha 1 de abril de 2011, se envió a 26 entidades de crédito comercializadoras de instrumentos híbridos (20 grupos/SIP) el requerimiento cuya copia se adjunta como Anexo 1[1]. La muestra de entidades seleccionada representaba el 95% del saldo vivo de los híbridos considerados. De las 14 entidades emisoras de instrumentos híbridos a las que no se ha enviado requerimiento, 9 están integradas en grupos/SIP contactados, 2 tienen exclusivamente emisiones mayoristas, 2 importes muy reducidos ([redacted] y 1 ([redacted] tiene una única emisión minorista de 2009 y ha sido recientemente inspeccionada sin que se detectasen incidencias relevantes en esta materia.

- Una vez recibidas las respuestas de las entidades, se contactó telefónicamente con varias de ellas con objeto de completar la información proporcionada[2] y se enviaron requerimientos adicionales a 2 entidades.[3]

---

[1] Las entidades y grupos requeridos son [redacted] Bankia (Bancaja, Caja Madrid), [redacted] Adicionalmente se envió un requerimiento a [redacted] que respondió que todas sus emisiones eran de carácter mayorista y se encontraban en proceso de amortización, por lo que se ha excluido del análisis.

[2] Se ha contactado telefónicamente con [redacted] Caja Madrid, [redacted]

[3] Se ha remitido requerimiento solicitando información adicional a [redacted]

- Se ha solicitado al Departamento de Estudios y Estadísticas la valoración de una serie de emisiones que se ha considerado necesario para el objeto de este informe. Adicionalmente se ha recopilado información de las valoraciones de emisiones de instrumentos híbridos realizadas en el curso de otros trabajos del departamento[4]

El análisis de los mecanismos de case de operaciones en mercado secundario se ha efectuado tomando por un lado, la información remitida por las entidades sobre sus actuales y futuros procedimientos y por otro, los datos de mercado de operaciones cruzadas durante el segundo trimestre que se han utilizado como contraste y complemento de la información recibida. El resumen de los aspectos más relevantes se recoge en el apartado siguiente de este informe.

3. Análisis de la información obtenida

3.1. Características de las emisiones de productos híbridos cotizados en AIAF

Al inicio del segundo trimestre de 2011, existía un total de 273 emisiones con un saldo vivo de 58.907 millones de euros. El mayor saldo corresponde a participaciones preferentes (PPR) -31.092 millones de euros-, mientras que las emisiones de obligaciones subordinadas (OSB) suman un saldo vivo de 27.815 millones de euros.

Las principales emisoras de este tipo de producto son entidades de crédito (41 entidades integradas en 25 grupos). Únicamente existen 7 emisiones de PPR, emitidos por otro tipo de entidades ([redacted]), que sin embargo representan el 24% del saldo vivo.

Las emisiones dirigidas a inversores minoristas[5], representan el 78% del saldo total (45.852 millones de euros). Por productos, son minoristas el 96% del saldo de PPR y el 58% del saldo de OSB.

La siguiente tabla recoge el saldo vivo de instrumentos híbridos dirigidos a minoristas por emisor. En ella se observa que el volumen más significativo corresponde a [redacted], que tiene más del doble del volumen que el segundo emisor (Bankia).

[4] Se han solicitado valoraciones actuales (15/06/2011) de 12 emisiones de 4 entidades financieras [redacted]) y 4 emisiones de entidades no financieras ([redacted]). Adicionalmente se han recogido datos de otras valoraciones realizadas por Estudios para el Departamento de Supervisión en el último año ([redacted] Bancaja, [redacted]

[5] Se entiende que se dirigen a inversores minoristas aquellos productos cuyo valor nominal unitario es inferior a 50.000 euros.

GRUPO	Participaciones preferentes	Deuda subordinada	Total general
[redacted]			
Bankia	3.888.431	1.940.833	5.829.264
[redacted]			
Total general	29.713.259	16.138.723	45.851.982

En relación con el plazo y la retribución de los productos dirigidos a minoristas, cabe señalar que son perpetuas, además de las PPR, cerca del 4% de las OSB; en total 30.268 millones de euros. El resto de las emisiones tiene vencimientos hasta 2035, concentrándose en los años 2019 y 2020 el 70% de los vencimientos.

Respecto al año de emisión, las emisiones más antiguas son de 1994, representando las emisiones anteriores a 1/1/2009 casi el 60% del saldo vivo.

La siguiente tabla recoge el volumen (saldo vivo y número de emisiones) de las emisiones dirigidas a inversores minoristas, ordenadas por año de emisión.

Total emisiones destinadas a inversores minoristas

	PPR		OSB		Saldo Vivo (miles de euros)	Nº de emsiiones
AÑO DE EMISIÓN	Saldo Vivo (miles de euros)	Nº de emsiiones	Saldo Vivo (miles de euros)	Nº de emsiiones		
1994			60.101	1	60.101	1
1996			27.947	1	27.947	1
1997			120.202	2	120.202	2
1998			120.202	2	120.202	2
1999	1.850.000	4	36.010	2	1.886.010	6
2000	2.860.000	6	63.039	4	2.923.039	10
2001	3.800.000	8	1.595.055	6	5.395.055	14
2002	3.064.587	7	898.577	11	3.963.164	18
2003	2.821.244	6	795.459	17	3.616.704	23
2004	2.407.501	12	1.063.715	11	3.471.216	23
2005	265.000	3	997.930	11	1.262.930	14
2006	92.000	2	431.000	4	523.000	6
2007			479.000	4	479.000	4
2008	1.000.000	1	700.000	2	1.700.000	3
2009	11.352.927	23	4.768.500	13	16.121.427	36
2010			3.981.985	4	3.981.985	4
2011	200.000	1			200.000	1
Total general	**29.713.259**	**73**	**16.138.723**	**95**	**45.851.982**	**168**

La remuneración de este tipo de productos es en su mayoría variable o fijo/variable cupón fijo en los primeros años y variable el resto), referenciados al Euribor. Frecuentemente incorporan un incremento del spread a partir del 5º año y en ocasiones tipos mínimos y/o máximos. Respecto a los diferenciales (spreads), se observan diferencias significativas en función del año de emisión.

- Las emisiones vivas más antiguas, **1994-1998** son OSB con tipos fijos altos (6-9%). El saldo vivo de estas emisiones es muy escaso (328 millones de euros)

- Las emisiones entre **1999- 2007,** son fundamentalmente a tipo variable, con spreads bajos, (media 20-30 pb) muy rara vez por encima de 100pb, salvo las de entidades no financieras que ofrecen mejores condiciones. El saldo vivo de las emisiones de este período es de 23.520 millones, de los que 16.304 millones son de entidades financieras (31 entidades, 20 grupos). El 64% de estos son productos perpetuos (10.490 millones).

- **A partir de 2008,** las remuneraciones mejoran de forma significativa. En 2008 vuelven los tipos fijos en niveles del 6-7%; en 2009 se produce un número muy importante de emisiones con tipos fijo/variable y Spreads de más de 300pb con un máximo de 775 pb ([redacted]). En 2010 disminuyó el ritmo de emisiones. El saldo vivo de las emisiones de este período es de 22.003 millones de euros.

3.2. Operaciones cruzadas en el segundo trimestre

Se han registrado operaciones en AIAF en prácticamente todas las emisiones propias dirigidas a minoristas comercializadas por las entidades requeridas en el período analizado (01/04/2011 a 23/05/2011), con un volumen de negociación de 510.6 millones de euros. Las emisiones mayoristas han tenido menor frecuencia de negociación, con sólo 4 emisiones negociadas en el período.

En relación a los precios de cruce, la mayoría de las emisiones minoritas se han negociado a precio muy próximos al 100%[6] En concreto se observa este hecho en 53 emisiones de PPR con un saldo vivo de 23.960 millones (81% del saldo de emisiones minoristas), que han concentrado el 93% del volumen negociado en el período analizado. En el caso de las OSB, se observa en 121 emisiones de minoristas con un saldo vivo de 13.807 millones (85% del saldo)

Se observa una diferencia significativa en el precio de las emisiones dirigidas a mayoristas, en las que el precio cruzado es significativamente inferior al 100%.

La siguiente tabla recoge el volumen negociado (entre el 1/04/2011 y el 23/05/2011) y los precios medios en mercado para las emisiones dirigidas a minoristas por entidades. En los casos en que no ha habido negociación en el período se señala el último precio negociado.

		PPR			OSB		
GRUPO	ENTIDAD	Saldo vivo	Volumen negociado	Precio medio	Saldo vivo	Volumen negociado	Precio medio o último
[redacted]							
Bankia	Bancaja	600.000	13.097	100	1.000.000	7.684	100
	Caja Avila	30.000	448	100			
	Caja Insular de Canarias	60.000	358	101	53.788	9	100
	Caja Laietana	87.101	1.152	101	87.045	2.134	100
	Caja Madrid	3.024.330	51.231	97	800.000	0	100
	Caja Rioja	25.000	167	101			
	Caja Segovia	62.000	576	100			
[redacted]							
Total general		29.713.259	510.604	98	16.138.723	239.928	99

[6] Los precios publicados por AIAF para las PPR incluyen el cupón corrido, por lo que no resulta posible precisar en un análisis global el precio ex cupón al que se han negociado.

De los datos contenidos en esta tabla se desprende que el volumen de negociación respecto al saldo vivo varía según las entidades. Si bien los mayores volúmenes de negociación corresponden a las entidades con mayor saldo vivo ([redacted] Bankia), destacan casos con volúmenes muy reducidos en relación al saldo vivo de sus emisiones y otras que se muestran especialmente activas proporcionalmente. En el extremo inferior, destacan [redacted] con rotaciones del 0,1% y 0.2% respectivamente vs 1,6% de media) seguidas de [redacted] (0,4% y 0.6% respectivamente). Por el contrario se muestran significativamente más activos que la media [redacted] (rotación 5,1%), [redacted] (4.9%), [redacted] (3.5%).

En relación con el precio de cruce, destacar que el hecho de que el más frecuente sea 100%, debe analizarse con detenimiento. Aunque pueda estar muy alejado del valor razonable en ciertas emisiones (fundamentalmente las emisiones del período 1999-20007 con Spreads bajos y para las entidades en peor situación financiera), puede corresponder con el valor razonable del producto en otros casos. En este sentido, algunos emisores han señalado en las respuestas al requerimiento inicial recibidas que consideran que el precio de 100% está justificado atendiendo a las condiciones de la emisión, bien porque se trata de emisiones recientes, bien porque se ha optado por mejorar sus condiciones (introduciendo mínimos, por ejemplo).

En sentido contrario, la observación de precios significativamente por debajo de 100%, no garantiza que se corresponda con el valor razonable (entendido como valor teórico). Así lo confirman algunas de las valoraciones solicitadas a Estudios, como el caso de [redacted].

En relación con las operaciones cruzadas sobre emisiones de entidades no financieras, se ha solicitado al Departamento de Estudios valoraciones de una muestra de estos productos (4 de las 7 emisiones, que suponen el 98% del saldo vivo) para conocer si el precio se asemejaba a su valor razonable. En todos los casos la valoración de estudios era cercana al 100%, o incluso ligeramente superior.

3.3 Procedimientos seguidos por las entidades para casar operaciones

Partiendo de la información aportada por las entidades en contestación a los requerimientos de información de la CNMV, se pueden distinguir tres grandes grupos de entidades.

1. **Entidades que no casan operaciones entre clientes.** En este grupo se recogen 2 entidades que no casan órdenes de clientes de venta contra órdenes de compra de otros clientes y que por tanto, no generarían un potencial conflicto de interés entre clientes. Utilizan como alternativa para dar liquidez a las órdenes de venta de clientes bien la cuenta propia (sin admitir órdenes de compra de clientes), caso del [redacted] o bien acuden a la entidad proveedora de liquidez (tanto para compras como para ventas), como es el caso de [redacted].

2. **Entidades que están intermediando operaciones a través de la plataforma multilateral SEND.** En este grupo, actualmente, se encuentran únicamente 2 entidades ([redacted]. Adicionalmente, señalar que [redacted] ha quedado incorporada al SEND para la nueva emisión de PPR realizada en julio de 2011.

3. **Entidades que utilizan sistemas internos para el case de operaciones en mercado secundario (en adelante, SIC).** Este grupo sigue siendo el mayoritario, englobando 22 entidades (17 grupos). Dentro de las entidades que mantienen SIC, se observan diferencias muy significativas en su funcionamiento en cuanto al procedimiento de fijación de precio al que se cruzan las órdenes. Así se distinguen:

3.1. SIC en los que los precios se sitúan siempre en el 100% de su valor nominal, con independencia del valor teórico del producto.

Dentro de este grupo, hay entidades que admiten que en sus sistemas el precio es siempre 100% (Bancaja, [redacted]) y otras que, aunque no lo admiten expresamente en sus respuestas los datos de mercado confirman que las operaciones se casan siempre al 100% ([redacted]) . Finalmente, 1 entidad indica que el precio lo fijan los clientes, auque no justifica ni explica que siempre sea 100% ([redacted])[7]

3.2. SIC en los que los precios son fijados por oferta y demanda, generalmente por debajo del 100%. Las entidades declaran que los precios de las órdenes de compraventa son indicación de los clientes, de forma que el precio de cruce se forma por confluencia de oferta y demanda. Los datos de mercado confirman la existencia de negociaciones a varios precios, generalmente inferiores al 100%.

Parte de las entidades en este grupo ([redacted]) no cuentan con procedimientos ni información de contraste del precio con el valor teórico. Se han solicitado valoraciones a Estudios que indican que los cases se están produciendo en la mayor parte de los casos a unos precios cercanos a su valor razonable.

Mención aparte merecen 2 entidades que señalan que el precio se fija según oferta y demanda, pero tienen constancia de que el valor teórico es inferior al precio al que se están casando las operaciones. Es el caso de [redacted] que dispone al menos en la parte procedente de [redacted] de valoraciones internas inferiores. También [redacted] reconoce que los precios a los que compran los clientes están muy alejados del valor razonable, tomando como referencia de valor el precio ofrecido por las entidades de liquidez; La entidad ha identificado la existencia de un conflicto de interés en su actuación de promover compras de estas emisiones para solventar problemas de liquidez y ha implantado medidas para gestionarlo que incluyen información al cliente comprador y un depósito compensatorio.

3.3 SIC que prevén una alineación del precio de case con el valor teórico.

La única entidad que ha desarrollado un sistema basado en un cálculo objetivo del valor teórico es [redacted] Dicho cálculo se utiliza como referencia para vigilar de forma continua si los precios de cruce se alejan del valor razonable si bien el sistema no deja fluctuar el precio, siendo inicialmente 100%.

Por otra parte, 2 entidades, aunque mantienen SIC con precios fijos o basados en oferta y demanda, realizan algún procedimiento o contraste, con objetivo de verificar que el precio se mantiene alineado con el valor teórico. Se trata de [redacted] y Caja Madrid que defienden que sus emisiones están en línea con el valor razonable en base a sus condiciones económicas, a pesar de no tener un sistema de seguimiento formal (en caso de [redacted]) o continuo (en caso de Caja Madrid que solicitó un informe independiente de valoración de su emisión de preferentes de mayor volumen).

[7] [redacted] señala que el precio lo fija el cliente pero esta explicación no es coherente con que el precio sea siempre 100%, sin variabilidad, y que los archivos que utiliza para el case –se solicitó una muestra- no indiquen más que importe y no distingan entre nº de títulos y precio

3.4 Proyectos de cambio de los sistemas actuales comunicados por las entidades

Prácticamente todas las entidades que mantienen sistemas internos de case con precios alejados del valor razonable señalan que están revisando sus sistemas en vista de las recomendaciones de la CNMV (con la excepción de [redacted] que no ha comunicado plan alguno de cambio).

Todas las entidades que han comunicado una decisión en relación a la vía de modificación de sus sistemas han optado por pasar a gestionar las órdenes de compraventa sobre este tipo de productos a través del SEND. En concreto han optado por ese camino 5 entidades: [redacted].

No obstante, en los casos de [redacted] se conservarían los sistemas internos para las emisiones antiguas, valorando los cambios necesarios para gestionar adecuadamente los conflictos de interés [redacted] o sin proyectos de cambio ([redacted]) . En el caso de [redacted] se mantendrían en el SIC 2 emisiones de PPR de 3.000 millones de euros y 2 emisiones de OBS de 1.680 millones con vencimiento en 2011 y 2012. En el caso de [redacted] se mantendrían en SIC 2 emisiones de PPR de 287 millones de euros y 5 de OBS de 94 millones con vencimiento entre 2011 y 2017. Las otras entidades que se incorporarán al SEND tienen sólo emisiones posteriores a 2009, salvo [redacted] que tiene 2 emisiones previas que sí se incorporarán a SEND.

El resto de entidades está todavía analizando las alternativas disponibles. (12 entidades, en 8 grupos o SIPs: Bancaja, [redacted]). A continuación se presenta un cuadro resumen con las entidades en cada categoría, indicando asimismo las entidades que han señalado su decisión de pasar a SEND

Tipo de sistema		Entidades
No cases entre clientes		[redacted]
SEND	Entidad de liquidez cotizando precios en SEND	
	Entidad de liquidez que no cotiza precios en SEND	
SIC con precio 100% con independencia del valor teórico	La entidad está revisando procedimientos	Bancaja [redacted]
	Sin proyectos de cambio	
SIC con precio por oferta y demanda, generalmente por debajo del 100%.	Sin información sobre el valor teórico	
	La entidad dispone de información que apunta a que el precio de case es superior al valor teórico	
SIC con vigilancia del valor teórico	Sistemas objetivos de cálculo del valor teórico	
	Contrastes infromales o no periódicos	Caja Madrid

SIC = Sistemas internos de case

Otras observaciones sobre los SICS:

Otras observaciones que se desprenden del análisis de las respuestas de las entidades:

- Criterios de case: La mayoría de los SIC se han diseñado para ejecutar el case por orden cronológico de las órdenes, si bien hay excepciones que permiten o promueven cases por oficinas o áreas territoriales ([redacted])

  También es relativamente frecuente que el sistema permita aplicaciones ([redacted])

- Entidades de liquidez: La mayor parte de las cajas de ahorro (14 entidades) tienen un contrato de liquidez (CECA o AC fundamentalmente). No obstante, en la mayoría de los casos se indica que no se acude a la entidad de liquidez de forma recurrente (sólo si lo pide expresamente el cliente) o que esta no opera dado que los clientes no están dispuestos a vender al precio que cotiza. Entre los bancos es menos habitual contar con entidades de liquidez, limitándose a las operaciones más recientes.

- Política de Mejor Ejecución: La existencia de mecanismos internos de case se menciona en la política de ejecución en gran número de entidades. Se han observado casos que excluyen de la política de mejor ejecución alguno de los instrumentos híbridos (normalmente las operaciones con instrumentos de terceros), o bien, no mencionan específicamente el tratamiento dado a estos productos, limitándose a informar de forma global junto con el resto de la renta fija.

4. Conclusiones

Se exponen a continuación las conclusiones extraídas del análisis realizado, en relación con cada uno de los objetivos del trabajo señalados en el apartado 2 del Informe.

4.1. En relación con la situación actual del sector en este ámbito y el grado de seguimiento de las pautas establecidas por la CNMV a través de las comunicaciones emitidas al sector y sus planes de desarrollo

La práctica totalidad de las entidades con sistemas internos de case con precios alejados del valor razonable indican que están revisando sus sistemas en línea con las recomendaciones de la CNMV, si bien el proceso está siendo muy lento y se observa poca evolución efectiva en la situación del mercado secundario de productos híbridos de entidades financieras desde la comunicación de junio 2010.

La mayor parte de las entidades continúan manteniendo sistemas internos de case con precios de cruce cercanos al 100% y no acreditan que este precio coincida con el valor razonable (entendido como valor teórico) del producto. A la vista de las condiciones económicas de las emisiones, este precio de 100% se encuentra en un importante número de casos con toda probabilidad por encima de su valor razonable y además no se acude a la entidad de liquidez de forma general, por lo que se puede afirmar que las entidades que mantienen sistemas internos de case continúan sin gestionar de forma adecuada los conflictos de interés.

Respecto a la tendencia del sector, se observa una clara opción por incorporarse a SEND, dado que esa es la vía por la que han optado todas las entidades que han tomado ya una decisión sobre el camino a seguir y que representan aproximadamente la mitad de los grupos/SIP de entidades afectados (7). Únicamente 1 entidad dice estar desarrollando un sistema objetivo de cálculo del valor razonable ([redacted]).

La incorporación al SEND se limita en algunos casos a las emisiones posteriores a 1/1/2009, manteniendo las entidades sistemas internos para las emisiones antiguas.

Respecto al resto de entidades, realizan en muchos casos declaraciones genéricas sin haber tomado decisión sobre el camino a seguir, ni indicar plazos de implantación. Como excepción, [redacted] no señala proyecto de cambio alguno.

Finalmente, respecto a las emisiones de entidades no financieras, se ha comprobado que cotizan en línea con su valor razonable por lo que se estima que no procede actuación específica al no existir indicios de conductas inapropiadas o conflictos de interés. Esto, sin perjuicio de que los requerimientos y recomendaciones que se propone mandar a las entidades financieras sean aplicables a todas las emisiones de híbridos comercializados por la entidad, ya sean emisiones propias o de terceros.

4.2 En relación con la identificación de posibles conductas inapropiadas por parte de las entidades que prestan servicios de inversión

Con carácter previo a la propuesta de criterios y de las posibles vías de actuación, se ha considerado conveniente exponer de forma sucinta los diversos riesgos a los que las entidades se enfrentan en el proceso de comercialización con posterioridad a la emisión y en el case de este tipo de operaciones.

Teniendo en cuenta las características de estos productos se han identificado como los siguientes riesgos de incumplimiento de las normas de conducta:

- Inadecuada gestión del conflictos de interés entre clientes de la entidad: beneficiando a un cliente (el vendedor que no asume la pérdida de su inversión) en perjuicio de otro (el comprador a precios superiores a los razonables).
- Inadecuada gestión del conflicto de interés entre la entidad y su cliente, perjudicando al cliente comprador en beneficio de la entidad, que evita las consecuencias negativas derivadas de reconocer la pérdida de valor de sus emisiones (pérdida de imagen, dificultad de colocación de emisiones posteriores en su red, riesgo de reclamación por malas prácticas en el momento de la comercialización del producto...).
- Deficiencias en el cumplimiento de la obligación de actuar en mejor interés de los clientes, en particular en aquellos casos en que coexisten varias emisiones con diferenciales muy diferentes e igual precio de cruce, en cuanto se considera que se está perjudicando al cliente al que se le permite comprar la emisión con peores condiciones sin advertirle que existe un producto al mismo precio y mejores condiciones económicas.
- Deficiencias por falta de información en el documento Política de Mejor Ejecución.

5. Propuestas de actuación

A la vista de las conclusiones anteriores, y dado el elevado número de entidades que no han adaptado sus sistemas a las recomendaciones de la CNMV, se propone remitir un requerimiento individualizado a cada una de las entidades a las que se les ha solicitado información, al que deberán dar respuesta en el plazo de 10 días hábiles.

Si bien cada requerimiento se adaptará a las situaciones concretas de cada entidad, con objeto de tratar de forma coherente a todas las entidades en situaciones similares, se proponen lo siguientes criterios generales:

1. **Exigir a las entidades que** indiquen las medidas concretas que van a adoptar para modificar estos sistemas y el plazo previsto para su implantación. **Se propone limitar el plazo de implantación de las modificaciones que decidan adoptar hasta el 1/1/2012**

2. **En caso de mantener sistemas internos, aunque se limiten a ciertas emisiones (antiguas) exigir que aborden definitivamente la modificación de los mismos en línea con las pautas comunicadas por la CNMV.**

   Dado que la incorporación efectiva al SEND es opcional, debe admitirse que las entidades opten por mantener sistemas internos siempre que se modifiquen de tal forma que se promueva activamente que las operaciones se crucen a valores próximos al valor razonable.

   Se considera que esto se cumplirá, estableciendo mecanismos para acudir sistemáticamente a la entidad de liquidez (cuando dicha entidad sea activa), o bien, dotándose de un sistema objetivo de cálculo del valor razonable del producto que les permita verificar que las operaciones se ejecutan al valor razonable en cumplimiento del deber de actuar en el mejor interés del cliente. Para poder acreditar que las operaciones se casan a un valor razonable, debe recordarse a las entidades que si bien el responsable último de fijar el precio de las órdenes es el cliente, las entidades, en cumplimiento de su obligación de mantenerle adecuadamente informado, deben darles información en el momento de cursar las órdenes sobre el rango de valor razonable del producto, que les sirva de guía. Las entidades deben tomar las medidas necesarias para asegurarse de que las operaciones se casan a precios en línea con dicho rango razonable.

   De acuerdo con los criterios publicados por la CNMV el 25/10/2010 en relación con la horquilla de precios de las entidades de liquidez, se considera adecuado que la amplitud del rango de valor razonable no sea superior al 10% de la TIR, con un máximo de 50 puntos básicos ni al 3% en términos de precio.

   Finalmente, los sistemas deben garantizar que las órdenes se ejecutan de forma secuencial y rápida, por lo que debe abordarse la automatización de los mismos. Un caso especial ha sido planteado por [redacted] que plantea un sistema que no deja fluctuar el precio, siendo siempre el 100%, si bien se compromete a vigilar de forma continua si se aleja del valor razonable, en cuyo caso estudiaría las medidas a tomar. Este Departamento considera aceptable que se fije un precio de case único para todas las órdenes que se crucen en el sistema interno, siempre que dicho precio se encuentre dentro del rango de valor razonable (con la amplitud máxima antes indicada). Por tanto [redacted] debe modificar su sistema, estableciendo los procedimientos necesarios para vigilar de forma continua que el precio que ha fijado se encuentra dentro del rango razonable, y para modificar el precio de case de manera inmediata en cuanto se supere la desviación máxima recomendada.

3. **Para las entidades que operan o han comunicado su intención de incorporarse a SEND, emitir recomendaciones para evitar posibles actuaciones incorrectas y procurar una mejora en su funcionamiento.**

Se considera que la operativa a través de la plataforma SEND aportará un mayor grado de transparencia a la negociación, facilitará la supervisión y fomentará la operativa de las entidades de liquidez. No obstante, en el curso de este trabajo se han detectado ciertas debilidades de SEND, propias de su reciente creación y todavía insuficiente madurez, que no permiten que en su grado actual de desarrollo sea por sí mismo una garantía suficiente de la adecuada gestión de los conflictos de interés y un instrumento para obtener la mejor ejecución de las órdenes de los clientes.

En concreto:

a) Se trata de un mercado estrecho dirigido exclusivamente a minoristas. A pesar de que el SEND se configura como multilateral, se da por el momento muy escasa participación de entidades distintas al emisor, actuando por cuenta de clientes de su red, ya que la liquidez es fomentada por la propia entidad emisora que realiza su labor de comercialización a través de sus redes internas.

b) Aunque exista un compromiso de liquidez para las emisiones la influencia de las entidades de liquidez en el precio se ve limitada por no disponer de títulos al inicio de su actividad. Varias entidades afirman que esta limitación explica que nunca lleguen a operar dado que la entidad de liquidez no compra acciones, puesto que ofrece generalmente peores precios que los de los clientes de la red, y no vende (a pesar de demandar menos precio) dado que no tiene títulos disponibles[8].

Por otra parte, la información sobre los precios cotizados por las entidades de liquidez, que puede al menos servir de guía para los clientes minoristas aunque no llegue a operar, no resulta de fácil acceso para estos. Dado que actualmente son pocas las entidades de liquidez que proveen precio a través de esta plataforma, y que se ha observado, que las entidades no aportan sistemáticamente información a sus clientes sobre las cotizaciones de las entidades de liquidez (limitándose a ofrecer información sobre oferta y demanda), no podemos considerar que la existencia de una entidad de liquidez señalizando precios contribuya suficientemente a la correcta formación de los precios, al menos mientras no se consiga incorporar al SEND el mayor número posible de emisiones y el mercado tenga una profundidad y volumen suficientes.

Teniendo en cuenta lo anterior, y la especial dificultad de valorar este tipo de productos, el hecho de canalizar las órdenes de los clientes a través de la plataforma SEND y el grado de desarrollo actual de esta plataforma no garantizan por sí mismos que los clientes vayan a poder obtener precios de compra próximos al valor razonable de los productos.

En consecuencia, para que SEND sea capaz de mitigar los riesgos inherentes al mercado secundario de estos productos en el ámbito de las normas de conducta de las entidades que prestan servicios de inversión, se propone requerir a las entidades que establezcan procedimientos para comunicar al cliente información sobre el valor razonable del producto con anterioridad a que curse su orden, para ayudarles a tomar una decisión adecuada sobre el precio de ésta. Esta información puede ser obtenida de una entidad de liquidez que cotice precios diarios, o bien ser calculada por la entidad mediante sistemas objetivos de cálculo, idealmente, revisados por un experto independiente. En este sentido no se considera aceptable, como se-

[8] En la práctica, se pueden estar dando dos juegos de precios para cada valor, uno para institucionales y otro para minoristas. Esta dicotomía podría superarse en la medida en que el SEND consiga incorporar el mayor número posible de emisiones y el mercado tenga un volumen y profundidad suficientes.

ñalan algunas entidades, dejar que el cliente fije el precio de la orden basándose exclusivamente en oferta y demanda. Si bien el responsable último de fijar el precio de su orden debe ser el cliente, la entidad debe extremar el cuidado para transmitir y explicar la información sobre el valor del producto.

Esta exigencia supone una marcada diferencia con respecto a mercados de renta variable que se justificaría por la dificultad para valorar el producto para un inversor minorista, la escasa participación de inversores mayoristas que contribuyan a la formación de precios y por el elevado riesgo de conflictos de interés que se presenta para las entidades comercializadoras y emisoras de estos títulos y resulta coherente con la exigencia de incluir información sobre el valor asignado por un experto en la documentación exigida en el mercado primario

De forma complementaria, se considera necesario fomentar desde la CNMV la operativa de las entidades de liquidez, estudiando alternativas para mejorar sus posibilidades de operar y revisando los precios que ofrecen, con independencia de que hayan operado efectivamente o no. Una medida que podría estudiarse en este sentido es requerir que las entidades de liquidez dispongan de una mínima cantidad de papel, al menos inicialmente, para poder dar contrapartida a las órdenes de compra de clientes y operar de forma efectiva en el mercado.

Finalmente, se considera también conveniente mejorar la información que actualmente el mercado AIAF facilita públicamente a través de su web, recientemente reducida. En concreto se considera conveniente que el público pueda acceder gratuita y fácilmente a información sobre las distintas emisiones en el mercado y sus condiciones, siempre que se trate de emisiones eminentemente dirigidas a inversores minoristas, de forma que sea capaz de comparar productos con niveles de riesgo semejante y diferentes rentabilidades, lo que contribuiría a la correcta formación de precios.

4. **Tratamiento específico para emisiones con precios de negociación significativamente alejados del valor razonable y para las emisiones del mismo grupo con condiciones diferentes y precios de cruce semejantes: requerimiento de cese inmediato de esta mala práctica.**

En principio este tipo de situaciones desaparecerá cuando se implanten las medidas propuestas que permitan acreditar que el precio de cruce esté en línea con el valor razonable; no obstante se debe advertir a las entidades, en los casos especialmente relevantes que, en tanto no se implanten estas medidas, deben adoptar de forma inmediata mecanismos para impedir que se materialice este conflicto de interés.

En particular, en los casos en que exista una o varias emisiones comercializadas de facto a precios que se desvíen muy significativamente del valor razonable, se requerirá a la entidad que en tanto no se implanten estas medidas, tome medidas inmediatas que eliminen los perjuicios derivados del conflicto de interés, no permitiendo los cases internos a estos precios. Las medidas a adoptar pueden consistir bien en cesar las operaciones, bien en mejorar las condiciones o que la entidad asuma el diferencial.

Adicionalmente, se considera un agravante a la situación general de gestión inadecuada de los conflictos de interés descrita en el punto 4.2 anterior y un incumplimiento del principio de actuar en el mejor interés del cliente el hecho de que se ofrezca un producto cuando están disponibles en la red otros con similar perfil de riesgo y mejores rentabilidades a precios similares. Esta situación es especialmente grave cuando la entidad comercializa emisiones antiguas durante el período de lanzamiento de una nueva emisión con mejores condiciones. Por ello se requerirá a las entidades en este supuesto la adopción de medidas inmediatas, bien modificando las condiciones de las emisiones para homogeneizarlas, bien, incorporando en sus procedimientos internos un sistema para ofrecer a los clientes las mejores emisiones disponibles en su red de cada tipo de producto y evitar la situación descrita.

Esta propuesta sería de aplicación para determinadas emisiones de las siguientes entidades: [redacted] para las emisiones de [redacted] Bancaja, [redacted]

5. Política de Mejor Ejecución

Se indicará a las entidades que mantengan sistemas internos de case que deben informan de ello en su Política de Mejor Ejecución, haciendo referencia expresa a la existencia de procedimientos para que las transacciones se ejecuten a precios próximos al valor razonable.

Para aquellas entidades que hayan optado por gestionar las órdenes a través de SEND, se requerirá que informen de ello en la Política de Mejor Ejecución.

Se estudiará la posibilidad de agrupar requerimientos enviándolos al grupo o SIP, y referidos a todas las entidades del SIP, en la medida que se hayan dado los pasos para contar con una unidad de cumplimiento normativo conjunta.

En el Anexo 1 se incluye información individualizada para cada entidad, describiendo las emisiones vivas, los procedimientos y proyectos de cambio declarados y el contenido del requerimiento que se propone enviarles.

Como Anexo 2 se adjunta una tabla con información por entidad sobre las emisiones vivas, sus características y volúmenes y precios de negociación durante el período analizado. Asimismo se informa de forma sintética de los aspectos más relevantes de los sistemas utilizados para la gestión de órdenes de compraventa de productos híbridos y de la actuación propuesta para cada entidad.

El Director de Supervisión ESI-ECA

Juan Alcaide Guindo

El Director General de Entidades

José María Marcos Bermejo

CNMV
COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

Anexo 1: DETALLE POR ENTIDADES

DEPARTAMENTO DE SUPERVISIÓN ESI-ECA
Julio de 2011

En este documento se presenta un resumen de la situación de cada una de las entidades seleccionadas en la muestra (el 95% del saldo vivo de híbridos cotizados en AIAF).

La información sobre emisiones vivas se refiere a emisiones dirigidas a minoristas (valor nominal <50.000€) de productos híbridos emitidos por cada entidad. Información más detallada sobre las emisiones se incluye en la Tabla adjunta, que recoge también de forma esquemática las principales observaciones y propuestas de actuación por entidad.

En los casos en que las entidades requeridas formen parte de un SIP o agrupación similar, se presenta la información agrupada, dado que se propone una actuación conjunta. Para facilitar la búsqueda de la información de entidades concretas se presenta la información por orden alfabético, según la siguiente relación:

1. [redacted]
2. [redacted]
3. [redacted]
4. [redacted]
5. [redacted]
6. Bancaja
7. Caja Madrid)
8. [redacted]
9. [redacted]
10. [redacted]
11. [redacted]
12. [redacted]
13. [redacted]
14. [redacted]
15. [redacted]
16. [redacted]
17. [redacted]
18. [redacted]
19. [redacted]
20. [redacted]

[redacted]

[redacted]

[redacted]

6. BANCAJA

Emisiones vivas

Bancaja tiene 2 emisiones de PPR antiguas con saldo vivo de 600 millones de euros, diferenciales de 20 pb y valoradas por el departamento de Estudios a febrero de 2011 en torno al 30%. También tiene una emisión de deuda subordinada de 2009 (1.000 millones de euros, spread 390pb) valorada en un rango de 81/89%.

Sistema actual y proyectos de cambio

Bancaja tiene un SIC con precio 100% (bandas 98-102% fijadas por la entidad). En el curso de una inspección abierta se les ha señalado ya esta mala práctica. La entidad afirma que está revisando procesos según la carta de la CNMV.

Política de Mejor Ejecución

El documento incluye un apartado específico y menciona el uso de sistemas internos de case.

Propuesta de actuación

Escrito indicando que el sistema actual no acredita que las operaciones se casen a valor razonable en todo momento y por tanto se considera que existe el riesgo de gestión no adecuada de los conflictos de interés entre clientes. En consecuencia se les requiere para que indique las medidas concretas que su van a adoptar para modificar estos sistemas y el plazo previsto para su implantación

En caso de que decida mantener sistemas internos, se debe incluir en las políticas internas de gestión de órdenes los procedimientos necesarios para que el cliente reciba información objetiva y clara sobre el valor del producto antes de formular la orden de compraventa, bien informándole de los precios cotizados por la entidad de liquidez, en caso de existir, bien creando un sistema interno objetivo de cálculo del valor razonable. La entidad debe velar porque el precio de case no se aleje de dicho valor razonable para evitar conflictos de interés, siendo la desviación máxima recomendada el 10% de la TIR, con un máximo de 50 puntos básicos o el 3% en términos de precio (de acuerdo con los criterios publicados por la CNMV el 25/10/2010 en relación con la horquilla de precios de las entidades de liquidez).

Dadas las características de estos productos, se considera necesario aportar la mencionada información sobre el valor de los productos antes de cursar las órdenes, incluso en el caso de que se decida gestionar las órdenes a través de SEND, en cumplimiento del principio de actuar en el mejor interés del cliente.

Se advertirá de la existencia de emisiones concretas con precios significativamente alejados del valor razonable y/o de la existencia de emisiones con rentabilidades muy diferentes a precios similares, señalando que, en tanto no se implanten las medidas oportunas para solucionar de forma general la inadecuada gestión de los conflictos de interés, deben adoptar de forma inmediata mecanismos para impedir que se materialice este conflicto de interés especialmente grave. Habrá de prestarse especial atención durante los procesos de comercialización de nuevas emisiones con condiciones más ventajosas.

En relación con la Política de Mejor Ejecución se les indicará que la existencia de sistemas internos de case debe ser mencionada expresamente en el documento, haciendo referencia expresa a la existencia de procedimientos que garanticen que las transacciones se ejecutan a precios próximos al valor razonable. En el caso de las entidades que gestionen sus órdenes a través de SEND, debe indicarse este hecho en la Política de Mejor Ejecución. La Política de

Ejecución debe indicar expresamente que todas las operaciones por cuenta de clientes en instrumentos de renta fija (propios o de terceros) están sujetas al principio de mejor ejecución.

7. CAJA MADRID

Emisiones vivas

Caja Madrid tiene una única emisión de PPR relativamente reciente (2009), de volumen elevado (3.000 millones) con un cupón del 7% (hasta 2014 475pb de Spreads posterior). Adicionalmente tiene una emisión reciente de deuda subordinada a 10 años (de 2010) con un cupón del 5%. Ambas emisiones se negocian a precios cercanos al 100%. Finalmente continúa viva otra emisión de PPR de 2004, si bien ya no admite compras de nuevos clientes y está siendo recomprada poco a poco por la entidad.

Sistema actual y proyectos de cambio

Caja Madrid tienen igualmente un SIC en el que la entidad fija bandas de referencia en función de oferta y demanda. Se acude a la entidad de liquidez únicamente si lo solicita expresamente el cliente. Los precios de cruce se sitúan entre el 90/100%. Aunque no dispone de un sistema formalizado y recurrente de vigilancia del valor de su emisión, la entidad ha informado telefónicamente que el departamento de Cumplimiento Normativo encargó una valoración a un experto independiente para comprobar que los precios de cruce no se habían alejado significativamente del valor razonable. Caja Madrid considera que su sistema es adecuado y no señala proyectos de mejora.

Política de Mejor Ejecución

El documento incluye un apartado específico y menciona el uso de sistemas internos de case.

Propuesta de actuación

Escrito indicando que el sistema actual no acredita que las operaciones se casen a valor razonable en todo momento y por tanto se considera que existe el riesgo de gestión no adecuada de los conflictos de interés entre clientes. En consecuencia se les requiere para que indique las medidas concretas que su van a adoptar para modificar estos sistemas y el plazo previsto para su implantación

En caso de que decida mantener sistemas internos, se debe incluir en las políticas internas de gestión de órdenes los procedimientos necesarios para que el cliente reciba información objetiva y clara sobre el valor del producto antes de formular la orden de compraventa, bien informándole de los precios cotizados por la entidad de liquidez, en caso de existir, bien creando un sistema interno objetivo de cálculo del valor razonable. La entidad debe velar porque el precio de case no se aleje de dicho valor razonable para evitar conflictos de interés, siendo la desviación máxima recomendada el 10% de la TIR, con un máximo de 50 puntos básicos o el 3% en términos de precio (de acuerdo con los criterios publicados por la CNMV el 25/10/2010 en relación con la horquilla de precios de las entidades de liquidez).

Dadas las características de estos productos, se considera necesario aportar la mencionada información sobre el valor de los productos antes de cursar las órdenes, incluso en el caso de que se decida gestionar las órdenes a través de SEND, en cumplimiento del principio de actuar en el mejor interés del cliente.

En relación con la Política de Mejor Ejecución se les indicará que en caso de mantener los sistemas internos de case debe hacerse referencia expresa a la existencia de procedimientos que garanticen que las transacciones se ejecutan a precios próximos al valor razonable. En el caso de que pasen a gestionar sus órdenes a través de SEND, debe indicarse este hecho en la Política de Mejor Ejecución.

[redacted]

[redacted]

[redacted]

[redacted]

[redacted]

[redacted]

[redacted]

[redacted]

[redacted]

[redacted]

[redacted]

Anexo 2: Tabla por entidades: emisiones de productos híbridos dirigidos a minoristas, sistema de gestión de órdenes de compraventa y propuestas de actuación

Datos 1-abril a 23/05/2011

GRUPO	ENTIDAD	TIPO	AÑO DE EMISIÓN	VENCIMIENTO	TIPO FIJO / SPREAD	DESCRIPCIÓN REMUNERACIÓN	PRÓXIMO CUPÓN	RATING	VALOR ESTUDIOS	VOLUMEN (miles de euros)	PRECIO MEDIO O ÚLTIMO	SALDO VIVO (miles de euros)	OBSERVACIONES DATOS MERCADO	SISTEMA CASE UTILIZADO	PROPUESTA DE ACTUACIÓN
[redacted]															
6 y 7. Bankia	Bancaja	PPR	1999	0	20	Euribor + 0,2	1,90	B- /*-	30-37% (feb 2011)	6.979	100	300.000	Emisiones con VT significativamente inferior a cotización	SIC con P=100% fijo con independencia del valor teórico Revisando procesos	Solicitar adopción de medidas Si SIC, solicitar modificaciones (acreditar operaciones a valor razonable y obligación de información previa) Si SEND, obligación de información previa sobre valor razonable Cese inmediato de mala práctica Completar Política de Mejor Ejecución
			2000	0	20	media mensual mayo Euribor 12 meses+0,20%	2,35	B- /*-		6.118	100	300.000			
		OSB	2009	2019	F 7,25% / 399 /465	7.25% fijo 2 primeros años, del 3 al 5 año EUR3M+3.9% y del 6 al 10 EUR3M+4,65%	7,25	BBB		7.684	100	1.000.000			
	Caja Madrid	PPR	2004	0	10	euribor 3 m +0,10 ,Min 3% max 5% durante 15años	3,00	B		597	93	24.330	Únicamente 1 emisión minorista reciente con compra de clientes (PPR 2009) La emisión de 2004 la está recomprando la entidad	SIC con procedimiento alineación del precio con el valor razonable (contraste puntual) Sin proyectos de cambio	Solicitar adopción de medidas Si SIC, solicitar modificaciones (acreditar operaciones a valor razonable y obligación de información previa) Si SEND, obligación de información previa sobre valor razonable Completar Política de Mejor Ejecución
			2009	0	7% / 475	Hasta 7/7/2014 7% fijo. Después Euribor 3m+475	7,00	B-		50.635	101	3.000.000			
		OSB	2010	2020	5% /200	2 primeros años 5%, resto E3M+2% con mínimo 5%	5,00	0		0	100	800.000			
Total Bankia										72.013	99	5.424.330			

Datos 1-abril a 23/05/2011

GRUPO	ENTIDAD	TIPO	AÑO DE EMISIÓN	VENCIMIENTO	TIPO FIJO / SPREAD	DESCRIPCIÓN REMUNERACIÓN	PRÓXIMO CUPÓN	RATING	VALOR ESTUDIOS	VOLUMEN (miles de euros)	PRECIO MEDIO O ÚLTIMO	SALDO VIVO (miles de euros)	OBSERVACIONES DATOS MERCADO	SISTEMA CASE UTILIZADO	PROPUESTA DE ACTUACIÓN
[redacted]															

Datos 1-abril a 23/05/2011

GRUPO	ENTIDAD	TIPO	AÑO DE EMISIÓN	VENCIMIENTO	TIPO FIJO / SPREAD	DESCRIPCIÓN REMUNERACIÓN	PRÓXIMO CUPÓN	RATING	VALOR ESTUDIOS	VOLUMEN (miles de euros)	PRECIO MEDIO O ÚLTIMO	SALDO VIVO (miles de euros)	OBSERVACIONES DATOS MERCADO	SISTEMA CASE UTILIZADO	PROPUESTA DE ACTUACIÓN
[redacted]															

Datos 1-abril a 23/05/2011

GRUPO	ENTIDAD	TIPO	AÑO DE EMISIÓN	VENCIMIENTO	TIPO FIJO / SPREAD	DESCRIPCIÓN REMUNERACIÓN	PRÓXIMO CUPÓN	RATING	VALOR ESTUDIOS	VOLUMEN (miles de euros)	PRECIO MEDIO O ÚLTIMO	SALDO VIVO (miles de euros)	OBSERVACIONES DATOS MERCADO	SISTEMA CASE UTILIZADO	PROPUESTA DE ACTUACIÓN
[redacted]															
Total general										722.498	98	44.594.024			