



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 caso 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 1¹. 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 (B. Etcheverría y C. Onteniente) y 1 (B. Pastor) 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 proporcionada² y se enviaron requerimientos adicionales a 2 entidades.³

¹ Las entidades y grupos requeridos son Banco Sabadell, Banco Guipuzcoano, Banca Civica (Caja Burgos, Caja Canarias, Caja Navarra y Cajasol), Bancsto, Bankia (Bancaja, Caja Madrid), Bankinter, BBVA, Caja 3 (C.A.I.), Caja España de Inversiones, CAM, CatalunyaCaixa, Deutsche Bank, Effibank (Caja Cantabria, Caja Extremadura, Cajastur), IberCaja, La Caixa, Grupo Mare Nostrum (Caja Murcia, Caja Penedés), Nova caixagalicia, Banco Popular, Banco Santander, Unnim. Adicionalmente se envió un requerimiento a BBK 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 Bankinter, IberCaja, Caja Madrid, Caixa, Santander.

³ Se ha remitido requerimiento solicitando información adicional a Banesto y Caja España.

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 departamento⁴

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 (Telefónica, Repsol, Unión Fenosa, Endesa y Sol Meliá), que sin embargo representan el 24% del saldo vivo.

Las emisiones dirigidas a inversores minoristas⁵, 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 La Caixa, 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 (B.Cívica, Bankinter, IberCaja, Caja España) y 4 emisiones de entidades no financieras (Telefónica, Repsol y Unión Fenosa). Adicionalmente se han recogido datos de otras valoraciones realizadas por Estudios para el Departamento de Supervisión en el último año (CAM, Caixa Bancaja, Santander, Bancsto)

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
La Caixa	4.897.586	7.537.563	12.435.149
Bankia	3.888.431	1.940.833	5.829.264
BBVA	3.475.000	27.947	3.502.947
Banco Santander	1.965.616	120.202	2.085.818
Nova caixagalicia	903.000	1.076.000	1.979.000
Grupo Mare Nostrum	942.000	1.025.101	1.967.101
CAM	1.309.600	300.000	1.609.600
Catalunyacaixa	480.000	1.117.079	1.597.079
Banca Cívica	904.031	352.915	1.256.946
Caja España de Inversiones	412.006	598.680	1.010.686
Banco Sabadell	850.000	30.000	880.000
Banco Popular	878.228		878.228
Effibank	178.000	526.483	704.483
Ibercaja		550.000	550.000
Banesto	497.466		497.466
Bankinter	343.165	120.202	463.367
Unnim	173.000	240.000	413.000
Caja 3		267.025	267.025
Banco Pastor	250.000		250.000
Deutsche Bank		230.692	230.692
BBK Bank Cajasur	150.000	60.000	210.000
Caja Ontinyent		12.000	12.000
Banco Etcheverria		6.000	6.000
Subtotal Emisores No Eca	7.216.131		7.216.131
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

AÑO DE EMISIÓN	PPR		OSB		Saldo Vivo (miles de euros)	Nº de emisiones
	Saldo Vivo (miles de euros)	Nº de emisiones	Saldo Vivo (miles de euros)	Nº de emisiones		
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 (Caja España). 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 periodo 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 minoristas 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.

GRUPO	ENTIDAD	PPR			OSB		
		Saldo vivo	Volumen negociado	Precio medio	Saldo vivo	Volumen negociado	Precio medio o último
Banca Civica	Banca Civica	200.000	24.152	101			
	Caja Canarias	67.031	269	104	66.415	68	100
	Caja Navarra	100.000	307	101	250.000	186	100
	Cajasol	537.000	12.481	100	36.500	28	97
Banco Etcheverria	B. Etcheverria				6.000	0	100
Banco Pastor	Banco Pastor	250.000	1.991	100			
Banco Popular	Banco Popular	878.228	13.985	100			
Banco Sabadell	Banco Sabadell	750.000	11.207	100	30.000	1.710	100
	Guipuzcoano	100.000	0	66			
Banco Santander	Banco Santander	1.965.616	2.489	88	120.202	0	115
Banesto	Banesto	492.466	5.549	100			
Bankia	Bankia	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 Laletana	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			
Bankinter	Bankinter	343.165	903	71	120.202	0	99
BBK Bank Cajasur	Cajasur	150.000	0	101	60.000	0	100
BBVA	BBVA	3.475.000	122.358	100	27.947	0	128
Caja 3	C.A.I.				162.000	3.906	100
	Caja Badajoz				105.025	5.671	100
Caja España de Inversiones	Caja España de Inversiones	412.006	2.195	99	598.680	2.181	96
Caja Ontinyent	Caja Ontinyent				12.000	0	98
CAM	CAM	1.309.600	77.110	100	300.000	5.387	100
Catalunyacaixa	Catalunyacaixa	480.000	3.759	100	1.117.079	15.045	100
Deutsche Bank	DB				230.692	11.367	95
Efibank	Caja Cantabria	178.000	5.518	100	125.000	2.651	100
	Caja Extremadura				153.483	5.299	94
	Cajasur				248.000	250	100
Grupo Mare Nostrum	Caja Granada	100.000	2.603	101	120.000	3.319	100
	Caja Murcia	325.000	5.374	101	100.000	1.315	100
	Caja Penedes	417.000	9.080	100	645.101	8.219	100
	Sa nostra	100.000	2.874	100	160.000	6.730	100
Ibercaja	Ibercaja				550.000	5.406	74
La Caixa	La Caixa	4.897.586	62.863	100	7.537.563	143.193	100
Nova caixagalicia	B. Gallego				50.000	0	
	Nova caixagalicia	903.000	6.646	96	1.026.000	5.933	96
Unnim	Unnim	173.000	3.517	100	240.000	2.236	100
Subtotal emisores No Eca	Endesa	1.500.000	477	74			
	Repsol	3.000.000	41.876	100			
	Sol Melia	106.886	455	93			
	Telefonica	2.000.000	22.706	100			
	Unión Fenosa	609.245	828	77			
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 (Caixa y 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 Santander y Bankinter (con rotaciones del 0,1% y 0,2% respectivamente vs 1,6% de media) seguidas de Caja España, No vacaixagalicia (0,4% y 0,6% respectivamente). Por el contrario se muestran significativamente más activos que la media CAM (rotación 5,1%), Deutsche Bank (4,9%), CAI y BBVA (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 1999-2007 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 Caja España.

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 B. Popular o bien acuden a la entidad proveedora de liquidez (tanto para compras como para ventas), como es el caso de Deutsche Bank.
2. Entidades que están intermediando operaciones a través de la plataforma multilateral SEND. En este grupo, actualmente, se encuentran únicamente 2 entidades (Santander y Banca Cívica). Adicionalmente, señalar que Banco Popular 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, CAI, Caixa Penedés, CAM, Cajasol, Caja Canarias) y otras que, aunque no lo admiten expresamente en sus respuestas los datos de mercado confirman que las operaciones se casan siempre al 100% (Caja Cantabria, Caja Extremadura, Caja Asturias, Caja Murcia, Unimm, CatalunyaCaixa, Caixa). Finalmente, 1 entidad indica que el precio lo fijan los clientes, aunque no justifica ni explica que siempre sea 100% (Banesto)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 (Bankinter e IberCaja) no cuentan con procedimientos ni información de contraste del precio con el valor teórico. Se han solicitado valoraciones a Estudios que indican que los casos 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 Caja España que dispone al menos en la parte procedente de Caja Duero, de valoraciones internas inferiores. También Novacaixagalicia 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 BBVA. 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 Sabadell 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 Sabadell) o continuo (en caso de Caja Madrid que solicitó un informe independiente de valoración de su emisión de preferentes de mayor volumen).

⁷ Banesto 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 distinguen 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 **CAI** 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: **Bankinter, IberCaja, Banesto, Cívica y Caixa**.

No obstante, en los casos de **Caixa y Cívica** se conservarían los sistemas internos para las emisiones antiguas, valorando los cambios necesarios para gestionar adecuadamente los conflictos de interés (**Caixa**) o sin proyectos de cambio (**B.Cívica**). En el caso de **Caixa** 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 **B.Cívica** 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 **IberCaja** 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, **CAM, Effibank, GMare Nostrum, Unim, CatalunyaCaixa, Caja España, Novacaixagalicia y Sabadell**). 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		Banco Popular Deutsche Bank
SEND	Entidad de liquidez cotizando precios en SEND	Banca Cívica (emisión Cívica 2010). Previsto SEND para todas las emisiones post 1/1/09)
	Entidad de liquidez que no cotiza precios en SEND	Banca Cívica (Caja Navarra 2009) Banco Santander
SIC con precio 100% con independencia del valor teórico	La entidad está revisando procedimientos	Bancaja CAM Effibank (Caja Cantabria, Caja Extremadura y Caja Asturias) Grupo Mare Nostrum (Caja Murcia y Caixa Penedés) Unim Catalunyacaixa Banesto (previsto cambio a SEND) Caixa (previsto SEND para emisiones post 1/1/09)
	Sin proyectos de cambio	CAI B.Cívica (emisiones previas a 2009)
SIC con precio por oferta y demanda, generalmente por debajo del 100%.	Sin información sobre el valor teórico	Bankinter (previsto cambio a SEND) Ibercaja (previsto cambio a SEND)
	La entidad dispone de información que apunta a que el precio de case es superior al valor teórico	Caja España de Inversiones Novacaixagalicia
SIC con vigilancia del valor teórico	Sistemas objetivos de cálculo del valor teórico	BBVA
	Contrastes informales o no periódicos	Banco Sabadell 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 (La Caixa, CAI, Caja Canarias- B.Cívica, Unimm)

También es relativamente frecuente que el sistema permita aplicaciones (BBVA, Santander, Sabadel)

- 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 (BBVA).

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, 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 caso 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 los 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 **BBVA** 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 **BBVA** 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 disponibles⁸.

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 lleguen 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 casos 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 anti-guas 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: Banca Cívica para las emisiones de Cajasol y Caja Canarias, Bancaja, CAL Caja España de Inversiones, CatalunyaCaixa, Efibank (Caja Cantabria, Extremadura y Asturias), Grupo Mare Nostrum (Caja Murcia y Caixa Penedés), La Caixa, Novocaixagalicia y Unimm.

5. Política de Mejor Ejecución

Se indicará a las entidades que mantengan sistemas internos de case que deben informar 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.

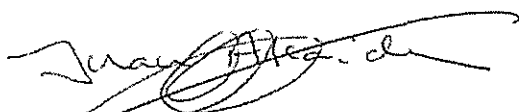
Para aquellas entidades que hayan optado por gestionar las órdenes a través de SEND, se requerirá que informen de ello en la Política de Mejor Ejecución.

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 Bernáez



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. Banca Cívica (Caja Burgos, Caja Navarra, Caja Canarias, Cajasol)
2. Banco Popular
3. Banco Sabadell
4. Banco Santander
5. Banesto
6. Bancaja
7. Caja Madrid)
8. Bankinter
9. BBVA
10. Caja 3 (CAI)
11. Caja España de inversiones
12. Caja de Ahorros del Mediterráneo (CAM)
13. CatalunyaCaixa
14. Deutsche Bank
15. Effibank (Caja Cantabria, Caja Extremadura y Caja Asturias)
16. Grupo Mare Nostrum (Caja Murcia y Caixa Penedés)
17. Ibercaja
18. La Caixa
19. Novacaixagalicia
20. Unnim

1. BANCA CÍVICA (Caja Burgos, Caja Navarra, Cajasol y Caja General de Ahorros de Canarias)

Emisiones vivas

Es el décimo grupo por volumen de saldo vivo (1.257 millones de euros en total). La mayor parte de los híbridos emitidos por las entidades del grupo (875 millones) son relativamente recientes (posteriores a 1/1/2009) con cupones actuales entre el 6 y el 8,65% (spreads entre 500 y 674 pb para PPR, 300 para OSB). Estas emisiones coexisten con otras antiguas de Caja Canarias y Cajasol con diferenciales significativamente menores (381 millones de euros con Spreads entre 25 y 120 pb).

Las valoraciones solicitadas a Estudios atribuyen valores inferiores al 100% incluso a las emisiones con mejores condiciones (se han solicitado valoraciones de una emisión de Caja Navarra y otra de Banca Cívica con cupones iguales o superiores al 8%, resultando valores en torno al 90%). Sin embargo, todas las emisiones se negocian a precios en torno al 100%.

Sistema actual y proyectos de cambio

Se negocian en SEND las últimas emisiones de PPR de Banca Cívica (2011) y Caja Navarra (2009) y a corto plazo se prevé incorporar a la plataforma la operativa de todas las emisiones posteriores a 1/1/2009.

Para las emisiones antiguas, actualmente negociadas en sistemas internos con precios fijos en el 100%, no existen proyectos de cambio ni plazos para su análisis. En Caja Canarias el sistema no sigue un orden secuencial sino que prima órdenes de la propia oficina.

Política de Ejecución

Las Políticas de Ejecución de las entidades integradas en Banca Cívica incluyen un apartado específico para estos productos, indicando la posibilidad de cases internos (salvo en el caso de Cajasol)

Propuesta de actuación

Enviar un escrito conjunto al Director de Cumplimiento Normativo de Banca Cívica, haciendo referencia al requerimiento remitido a Caja Burgos, Caja Canarias, Caja Navarra y Cajasol, indicando que para las emisiones previas a 1/1/2009 el sistema actual no acredita que las operaciones se casen a valor razonable en todo momento y por tanto se considera que no se gestionan adecuadamente los conflictos de interés entre clientes. En consecuencia se les requerirá 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, 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 del valor razonable para evitar conflictos de interés entre clientes 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).

Respecto a las emisiones que se negocien en SEND, con objeto de contribuir a la correcta formación de precios en el mercado, y dadas las características de estos productos, es necesario que los procedimientos internos contemplen la aportación al cliente de información objetiva

sobre el valor del producto, de forma previa a cursar la orden. Se deberá indicar al menos el precio que cotiza la entidad de liquidez, 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 de la existencia de emisiones con rentabilidades muy diferentes a precios similares, en Cajasol y Caja Canarias, 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 los casos en que se mantiene sistemas internos de case (Cajasol, Caja Canarias), su existencia debe ser mencionada expresamente en el documento de mejor ejecución, haciendo referencia expresa a la existencia de procedimientos que garanticen que las transacciones se ejecutan a precios próximos al valor razonable.

Caja Burgos, debe completar su Política de Mejor Ejecución, incluyendo un apartado específico para estos productos y señalando que gestiona las órdenes a través de SEND. De la misma forma deben completar su Política de Mejor Ejecución Cajasol y Caja Canarias cuando incorporen parte de sus emisiones a SEND.

2. BANCO POPULAR

Emisiones vivas

Banco Popular tenía a 1/4/2010 4 emisiones vivas de PPR, con un saldo global 878 millones de euros. La más reciente es de 2009 (440 millones) con un cupón actual de 6.75% (diferencial de 150 pb con min 4%). Esta emisión coexiste con emisiones previas con diferenciales significativamente inferiores (5pb).

En julio de 2011 realizó una nueva emisión de PPR con un tipo fijo del 8%

Sistema actual y proyectos de cambio

La entidad no realiza cases internos entre clientes ni admite nuevas compras de clientes en las emisiones de 2009 o anteriores. En caso de órdenes de venta, la cuenta propia adquiere la totalidad de los valores al 100%.

La nueva emisión de PPR realizada en julio de 2011 ha quedado incorporada a SEND con Bankinter como entidad de liquidez.

Propuesta de actuación

En la medida que la entidad mantenga la política de asumir la pérdida de valor de sus emisiones cuando un cliente desea vender el producto, no surgen conflictos de interés y no procede actuación alguna.

Respecto a la última emisión, si bien no se incluye en el período establecido para este trabajo, se propone remitir un requerimiento indicándole que con objeto de contribuir a la correcta formación de precios en el mercado, y dadas las características de estos productos, es necesario que los procedimientos internos contemplen la aportación al cliente de información objetiva sobre el valor del producto, de forma previa a cursar la orden. Se deberá indicar al menos el precio que cotiza la entidad de liquidez.

3. BANCO SABADELL

Emisiones vivas

El banco mantiene 2 emisiones de PPR con el mismo cupón actual (4,5%), que se corresponde con el mínimo acordado, tras la modificación de la emisión antigua para homogeneizar sus condiciones con ocasión de la última emisión en 2009. El mínimo introducido es no obstante temporal. El saldo vivo de estas emisiones es de 750 millones de euros. Adicionalmente siguen vivas 2 emisiones procedentes de Guipuzcoano sin negociación en el período.

Sistema actual y proyectos de cambio

Actualmente SIC con precio 100%, que la entidad considera razonable dadas las condiciones económicas de las emisiones (señala que no han cambiado las condiciones económicas desde la emisión de 2009). El sistema admite aplicaciones (las oficinas disponen de un día para casar las órdenes).

La entidad afirma estar revisando procesos para robustecer la formación de precios. Telefónicamente indican que están estudiando amortizar la emisión de 2004 e incorporarse al SEND.

Política de ejecución

En el documento "Política de Ejecución y Gestión de órdenes" señala que no es de aplicación la Política de Ejecución general sobre las participaciones preferentes del grupo y advierte que en este caso el banco prestará el servicio de centralización de órdenes de compra y venta para facilitar el case. Además, señala que sobre los instrumentos de renta fija no bursátil (no emitidos por el grupo) el banco actúa como contrapartida y que en estos casos no es de aplicación la Política de mejor ejecución.

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 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.

4. BANCO SANTANDER

Emisiones vivas

La entidad tiene una sola emisión de híbridos con negociación: PPR emitidas en 2009 con un diferencial de 220pb. Si bien el saldo vivo es alto (1956 millones de euros), el volumen de negociación es proporcionalmente bajo. En diciembre de 2010 Estudios valoró este producto en torno al 86%, en línea con los precios actuales de cruce.

Sistema actual y proyectos de cambio

Santander canaliza la mayor parte de las operaciones a través de SEND; como excepción permite aplicaciones (equivalente a cases internos) siempre que vengan limitadas a un mismo precio, que se encuentre dentro de las horquillas de mercado.

Cuenta con una entidad de liquidez (Sabadell) que no tiene obligación de operar ni cotizar precios en SEND. Según informa Santander, la entidad de liquidez no ha operado hasta la fecha por ofrecer precios de compra inferiores a los de case (79/80% frente a cruces en torno al 90%). La información sobre los precios cotizados por la entidad de liquidez solo es aportada al cliente en caso de que lo solicite.

Santander considera que este mecanismo es adecuado para formar un precio de mercado para estos valores y no tiene previsto cambios en sus procedimientos.

Política de Ejecución

Advierte de que se pueden ejecutar al margen de un mercado regulado e incluye un apartado específico para aplicaciones (instrucciones de clientes, por tanto fuera de la Política de mejor ejecución), donde ha introducido como requisito que se hagan a un precio que esté dentro de la horquilla de mercado. Santander considera que esta salvaguarda le permite gestionar el potencial conflicto de interés de los cases internos.

Propuesta de actuación

Requerimiento señalando que con objeto de contribuir a la correcta formación de precios en el SEND, y dadas las características de estos productos, es necesario que los procedimientos internos contemplen la aportación al cliente de información objetiva sobre el valor razonable del producto, de forma previa a cursar la orden. Se deberá indicar al menos el precio que cotiza la entidad de liquidez.

Señalar que 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.

5. BANESTO

Emisiones vivas

Banesto tiene únicamente 1 emisión de PPR de 2009 con un diferencial de de 230pb. (497 millones de saldo vivo). La emisión salió con una advertencia sobre su valor y de acuerdo con la valoración solicitada a Estudios a 31/12/2010 el valor razonable se mantenía a esa fecha por debajo del nominal (85-87%)

Sistema actual y proyectos de cambio

Actualmente SIC con precio fijo 100%. Según la entidad este precio es fijado por los clientes, aunque sus archivos internos no parecen considerar la posibilidad de precios diferentes (se trata de un sistema manual controlado a través de hojas de cálculo en las que sólo figura una columna de importe, sin distinguir entre número de títulos y precio). La entidad reconoce que no ofrece información al cliente sobre el valor ni acredita o justifica de ningún modo que el precio de case en sus sistemas internos sea el valor razonable.

Banesto ha aprobado en el curso de nuestro trabajo la incorporarse de su emisión de PPR al SEND.

Política de Ejecución

El documento Política de Mejor Ejecución no incluye un apartado específico de estos productos híbridos; sólo señala para productos de Renta Fija en general como centro de ejecución al propio Banesto.

Además, se indica que Banesto puede prestar el servicio de negociación contra la cuenta propia en relación con determinados instrumentos financieros, respecto de los cuales no son de aplicación las previsiones establecidas en la Política de Ejecución, si bien en ejecuciones de órdenes de clientes se tratará de dar siempre las mejores contraprestaciones posibles. (esto aplicaría para emisiones de terceros)

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 no se gestionan adecuadamente los conflictos de interés entre clientes y debe modificarse. Se les requiere para que informen del plazo previsto para incorporarse a SEND.

Con objeto de contribuir a la correcta formación de precios en el SEND, y dadas las características de estos productos, es necesario que los procedimientos internos contemplen la aportación al cliente de información objetiva sobre el valor del producto, de forma previa a cursar la orden. Se deberá indicar al menos el precio que cotiza la entidad de liquidez.

Finalmente, señalar que 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. En el momento en que comience a gestionar sus órdenes a través de SEND, debe indicarse este hecho en la Política de Mejor Ejecución.

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.

8. BANKINTER

Emisiones vivas

Bankinter tiene una única emisión minorista con negociación, se trata de PPR emitidas en 2004 con un diferencial de 375 pb y valoradas por el departamento de Estudios en torno al 80%. El volumen de negociación es bajo.

Sistema actual y proyectos de cambio

Actualmente SIC con precio variable fijado por los clientes con información de oferta y demanda (último precio 70%, por debajo de la valoración que le atribuye Estudios). La entidad no ha contratado una entidad de liquidez ni dispone de un proceso formal de cálculo del valor razonable.

Estudiando incorporación a SEND con DB como entidad de liquidez.

Política de Mejor Ejecución

Los instrumentos híbridos no se encuentran dentro del ámbito de aplicación de la Política de Mejor Ejecución.

Propuesta de actuación

Escrito pidiendo información sobre el plazo previsto para la implantación de SEND y señalando que para las emisiones que se negocien en este mercado, con objeto de contribuir a la correcta formación de precios en el SEND, y dadas las características de estos productos, es necesario que los procedimientos internos contemplen la aportación al cliente de información objetiva sobre el valor razonable del producto, de forma previa a cursar la orden. Se deberá indicar al menos el precio que cotiza la entidad de liquidez.

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. En el momento en que gestionen sus órdenes a través de SEND, debe indicarse este hecho en la Política de Mejor Ejecución.

9. BBVA

Emisiones vivas

BBVA es el tercer grupo el volumen de productos híbridos destinados a minoristas admitidos a negociación en AIAF y destaca por un alto ritmo de negociación. En concreto tiene 5 emisiones minoristas (4 PPR y una emisión de OSB) con un saldo vivo de 3.500 millones de euros. En 2011 homogeneizó las condiciones de todas ellas introduciendo un floor perpetuo de 3,5%.

Sistema actual y proyectos de cambio

Actualmente SIC con precio fijado por la entidad al 100%, complementado con un sistema de vigilancia del valor razonable en función de criterios objetivos (cálculo inicial validado por un

experto independiente y referenciado a la cotización de los CDS de la entidad). En caso de que el valor razonable se alejara del 100% se estudiarían medidas. Se trata de la única entidad que ha desarrollado un sistema objetivo de seguimiento del valor hasta la fecha, como respuesta a las indicaciones de la CNMV tras la inspección realizada en 2010. El sistema permite aplicaciones.

En caso de recibir órdenes de clientes a precio distinto de 100% no se canalizarían por el SIC sino que pedirían contrapartida a través de la mesa de Tesorería.

Política de Mejor Ejecución

El documento incluye un apartado específico para las PPR del grupo, indicando que utiliza un sistema interno de case de operaciones que luego comunica a AIAF.

El resto de las PPR (emitidas por terceros) quedan fuera de la Política de mejor ejecución y en estos casos, ante la solicitud del cliente, BBVA ofrece precios firmes de contratación a dicho cliente, pero en ningún caso estará actuando por cuenta del cliente ni este deberá entender que ha transmitido una orden de ejecución a BBVA.

Propuesta de actuación

Requerimiento específico señalando debilidades de su procedimiento. En particular se les debe requerir que si desean mantener sistemas internos de case éste debe ser capaz de acreditar que las operaciones se crucen a valor razonable. Para ello deben modificar sus procedimientos de tal forma que la desviación máxima permitida respecto al valor razonable calculada de forma continua, se sitúe en un máximo del 3% en precio o 10% en TIR, en línea con las recomendaciones de la CNMV para las horquillas de precios de las entidades de liquidez.

La existencia de sistemas internos de case debe ser mencionada expresamente en el documento de mejor ejecución, haciendo referencia expresa a la existencia de procedimientos que garanticen que las transacciones se ejecutan a precios próximos al valor razonable. Asimismo, la Política de mejor ejecución debe incluir todas las operaciones que se ejecuten por cuenta de clientes sobre instrumentos híbridos, propios o de terceros.

10. CAI, Caja de Ahorros de la Inmaculada de Aragón) (Caja 3).

Emisiones vivas

El grupo Caja 3 mantiene un saldo vivo de los productos contemplados en este informe de tan sólo 267 millones de euros. Se ha remitido un requerimiento a CAI si bien en el grupo se incluye también Caja Badajoz con 5 emisiones de deuda subordinada dirigida a minoristas con un saldo vivo de 106 millones de euros.

Respecto a las emisiones de CAI, en la actualidad tiene 2 emisiones vivas de deuda subordinada con vencimientos en 2013 y 2019, y un saldo vivo conjunto de 162 millones. Dado que se trata de emisiones de 2003 y 2007 sus Spreads son bajos (25 y 45pb)

Sistema actual y proyectos de cambio

SIC con precio fijo del 100%. Existe una entidad de liquidez a la que no se acude. El sistema es manual y permite aplicaciones.

A pesar de reconocer que el precio de su sistema es fijo, no informa de proyectos de modificación de sus procedimientos

11. CAJA ESPAÑA DE INVERSIONES

Emisiones vivas

Caja España tiene 2 emisiones de PPR relativamente recientes (2009) y con diferenciales elevados (>7%) con un saldo vivo de 300 millones de euros, que han sido valoradas por el Departamento de Estudios en torno al 95% (precio de cruce en torno al 100%). Estas emisiones coexisten con una emisión de 2004 (112 millones de saldo vivo) valorado por Estudios en un 37%, que se está casando a precios en torno al 96%. (Nótese que en 2009 se hizo una oferta de compra al 100% para esta emisión).

Adicionalmente, Caja España tiene 5 emisiones de obligaciones subordinadas que se negocian en precios entre 89% al 103%. Se han solicitado valoraciones a Estudios que confirman valores cercanos al 100% en las emisiones más recientes (cupón 7,5%) pero atribuyen a las emisiones antiguas valores significativamente inferiores.

Sistema actual y proyectos de cambio

SIC con precio en base a oferta y demanda (se facilita al cliente información sobre el carnet de órdenes pendientes y las operaciones ejecutadas). En la parte procedente de la antigua Caja Duero se publican valores razonables en función de los Spreads cotizados en mercado para emisiones comprables, que son inferiores a los precios de cruce. La parte procedente de Caja España ha dejado de utilizar esta práctica, aunque figura en sus manuales internos.

La entidad afirma estar estudiando alternativas tras la recepción del requerimiento, incluyendo la valoración del SEND.

Política de Ejecución

En el documento de la antigua Caja España se incluye un apartado específico mencionado los sistemas internos de case como centro de ejecución.

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.

Adicionalmente, destacar que en la documentación interna remitida se señala que si no se encuentran compradores "gestiona con ACG la adquisición por Fondos de Inversión".

Política de Mejor Ejecución

El documento no incluye un apartado específico para estos productos (se deben entender incluidos en el apartado genérico de Renta Fija Nacional), ni menciona la existencia de mecanismos 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.

En relación a la posibilidad de que los fondos de Ahorro Corporación Gestora (ACG) estén actuando de forma inapropiada en la adquisición de estos productos, se va a informar a la Dirección de Supervisión de IIC de esta circunstancia. Se valorará en su momento si se hace referencia a esta práctica en el requerimiento que se les envíe o se realiza alguna otra actuación separada.

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.

12. CAJA DE AHORROS DEL MEDITERRÁNEO (CAM)

Emisiones vivas

CAM mantiene 3 emisiones de PPR y 1 de deuda subordinada perpetua con un saldo vivo total de 1610 millones de euros y un volumen de negociación proporcionalmente elevado. Estas emisiones presentan condiciones muy diferentes: la emisión de PPR de 2009 (diferencial 590pb) valorada por Estudios en oct 2010 en torno al 85% coexiste con emisiones más antiguas con diferenciales muy inferiores (15-25 pb) valoradas por Estudios a esa misma fecha en torno al 30% y 40%.

Sistema actual y proyectos de cambio

SIC con precio fijo del 100%. Ya señalada la mala práctica en el curso de la inspección abierta a la entidad (CHR 2/11/2010).

La entidad informa que ha contratado un consultor para que formule propuestas, incluyendo la mejora de las emisiones antiguas (fijar interés mínimo s/condiciones actuales de mercado) y dejar fluctuar los precios. Se estima que los nuevos procesos estén implantados en un plazo de 6 a 12 meses (desde su escrito de abril de 2011)

Propuesta de actuación

Ante el nuevo escenario de la reciente intervención por el Banco de España, valorar la conveniencia de esperar hasta que se aclare la situación de la Entidad.

13. CATALUNYACAIXA

Emisiones vivas

Esta entidad tiene 2 emisiones de PPR y 8 emisiones de deuda subordinada vivas, todas ellas emitidas antes de 2009, con unos diferenciales entre 10 y 200 pb. El saldo vivo total es de 1.597 millones de euros. Todas ellas se negocian en un rango entre 99 - 100%.

Sistema actual y proyectos de cambio

SIC con precio fijado por cliente, pero 100% por defecto. No admite variaciones superiores a ciertos límites respecto a la última operación.

Le entidad afirma esta estudiando alternativas, que incluyen acudir a una entidad de liquidez, incorporarse a SEND o mantener los sistemas internos gestionando los conflictos de interés.

Política de Ejecución

Incluye apartado específico mencionando 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.

14. DEUSTCHE BANK

Emisiones vivas

DB solo tiene 3 emisiones de deuda subordinada emitidas en 2003 y 2004, con un saldo total de 230 millones de euros.

Sistema actual y proyectos de cambio

DB no realiza cases internos entre clientes. Los clientes compran y venden de forma independiente, actuando siempre como contrapartida Deutsche Bank AG, que cotiza precios diariamente. Los precios cruzados son ligeramente inferiores al 100%. Una de las emisiones cotiza en la bolsa de Berlín.

Propuesta de actuación

No realizar actuación específica.

15. EFFIBANK/LIBERBANK (Caja Cantabria, Caja Extremadura y Caja Asturias)

Emisiones vivas

Las entidades integradas en este SIP, mantienen un total de 705 millones de euros en este tipo de productos. La entidad más activa es Caja Cantabria que tiene 4 emisiones de PPR y 2 de deuda subordinada, con condiciones muy diferentes (una emisión de 2009 con diferencial de 675pb que coexiste con emisiones anteriores con diferenciales entre 15-80pb). Caja Extremadura y Cajastur tienen emisiones de deuda subordinada con diferenciales entre 10-42pb (Caja Extremadura) y algo superiores (100-208pb) para Cajastur.

Sistema actual y proyectos de cambio

SIC con precio fijo 100% (las entidades no incluyen ninguna explicación en sus respuestas sobre el precio de case, pero se observa que todas las operaciones cruzadas se han realizado a este precio)

Política de Ejecución

Caja Asturias y Caja Cantabria mencionan los sistemas internos de case en su Política de ejecución. Sin embargo Caja Extremadura señala que para sus emisiones propias no realizará cases entre clientes en estos productos, por lo que actúa de forma contraria a lo indicado en su documento.

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.

16. GRUPO MARENOSTRUM (Caja Murcia y Caja Penedés)

Emisiones vivas

Se han enviado requerimientos a Caja Murcia y Caixa Penedés. Estas dos entidades mantienen emisiones de PPR y OSB con condiciones diferentes e igual precio de negociación (mientras que las emisiones de 2009 tienen diferenciales de 4255 y 595 pb, las previas sólo ofrecen 25-50pb. El saldo vivo total de las emisiones de estas dos entidades es de 1.487 millones de euros..

Sistema actual y proyectos de cambio

SIC con precio 100%. Búsqueda de contrapartidas a través de la red comercial. Para determinadas emisiones existe contrato de liquidez que no se ha usado hasta la fecha.

Estudiando alternativas en el marco del grupo Mare Nostrum (SEND/ homogeneización o amortización de emisiones)

Política de Ejecución

Se incluye el mecanismo de búsqueda de contrapartidas o cases internos, si bien Caja Murcia no lo incluye como un apartado específico para las emisiones propias.

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.

17. IBERCAJA

Emisiones vivas

IberCaja tiene únicamente 2 emisiones de deuda subordinada previas a 2009, con diferencias en torno al 36% con un saldo vivo total de 550 millones de euros. Se ha solicitado a Estudios la estimación del valor de estas emisiones, resultando que una de ellas cotiza en niveles razonables (aprox 65%) mientras que la otra, de un valor muy similar, cotiza a precios superiores (83%).

Adicionalmente tiene 4 emisiones antiguas (entre 1988 y 1992) de deuda subordinada cotizadas en la bolsa de Madrid, con cupones fijos entre 3.5% y 4%.

Sistema actual y proyectos de cambio

Para las emisiones en AIAF, SIC con precio fijado por clientes en función de oferta y demanda. Se negocian a precios inferiores al 100% (83% y 65% respectivamente), algo por encima del valor atribuido por estudios en un caso (valorado en torno al 70%), y en línea en el otro.

Para las emisiones en bolsa de Madrid, todas las operaciones se cruzan al 100% (incluyendo por tanto en ese precio el cupón). Esta circunstancia será trasladada a Mercados Secundarios.

IberCaja ha comunicado que está desarrollando los procedimientos necesarios para incorporar las emisiones admitidas a negociación en AIAF a la plataforma SEND en los próximos meses.

Propuesta de actuación

Escrito pidiendo información sobre el plazo previsto para la implantación de SEND y señalando que para las emisiones que se negocien en este mercado, con objeto de contribuir a la correcta formación de precios en el SEND, y dadas las características de estos productos, es necesario que los procedimientos internos contemplen la aportación al cliente de información objetiva sobre el valor razonable del producto, de forma previa a cursar la orden. Se deberá indicar al menos el precio que cotiza la entidad de liquidez.

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. En el momento en que gestionen sus órdenes a través de SEND, debe indicarse este hecho en la Política de Mejor Ejecución.

18. LA CAIXA

Emisiones vivas

La Caixa es el principal emisor de productos híbridos dirigidos a minoristas, con un saldo vivo de casi 12.500 millones de euros. En concreto tiene 3 emisiones de PPR, la más reciente de 2009 (1.897 millones, diferencial 350pb) que coexiste con emisiones antiguas con condiciones peores (3.000 millones de euros con diferencial de 6pb min temporal 3% TAE). La emisión de 2009 fue valorada por Estudios en diciembre de 2010 entre el 90/99%, mientras que la emisión de 2000 se valoró en torno al 45%.

Adicionalmente tienen 4 emisiones de deuda subordinada, 2 posteriores a 2009 (diferencial de 100 o 200 pb) y 2 previas con diferenciales inferiores (6 pb) pero con un mínimo de 3.94%. Estas últimas emisiones vencen en 2011 y 2012.

Sistema actual y proyectos de cambio

SIC con precio 100% y prioridad de case por oficinas.

De acuerdo con el Borrador recibido en julio 2011 de respuesta a la Relación de Hechos remitida como resultado de la Inspección realizada a la entidad en 2011, la Caixa tiene previsto incorporar sus emisiones de productos híbridos emitidos con posterioridad a 1/1/09 a la plataforma SEND. Para el resto de emisiones, *"se valorarán mecanismos y herramientas que permitan el cruce de operaciones con una adecuada gestión de los potenciales conflictos de interés que pudieran surgir entre la entidad y sus clientes, procurando salvaguardar de la forma más objetiva posible, los intereses de los inversores, sin menoscabo de la liquidez demandada por nuestros clientes"*.

Por otra parte, la Caixa ha comunicado su decisión de incorporar filtros en las herramientas informáticas de contratación, que alerten al gestor comercial y al propio cliente, con anterioridad a la contratación de productos, de la existencia de productos con características y riesgos similares con mejores condiciones.

Política de Ejecución

La Política de ejecución no contempla un apartado específico para estos productos ni describe la utilización de sistemas internos de case.

Propuesta de actuación

Escrito a la Entidad indicando que para las emisiones previas a 1/1/2009 el sistema actual no acredita que las operaciones se casen a valor razonable en todo momento y por tanto se considera que no se gestionan adecuadamente los conflictos de interés entre clientes. En consecuencia se les requerirá 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, 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 del valor razonable para evitar conflictos de interés entre clientes 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).

Respecto a las emisiones que se negocien en SEND, con objeto de contribuir a la correcta formación de precios en el mercado, y dadas las características de estos productos, es necesario que los procedimientos internos contemplen la aportación al cliente de información objetiva sobre el valor del producto, de forma previa a cursar la orden. Se deberá indicar al menos el precio que cotiza la entidad de liquidez, 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 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. Respecto a la incorporación de filtros informáticos que alerten al gestor comercial y al propio cliente sobre la existencia de productos con características y riesgos similares con mejores condiciones, consideramos insuficiente esta medida ya que no sólo se debe informar, sino impedir que esta práctica se materialice por ser contraria al mejor interés del cliente.

La existencia de sistemas internos de case debe ser mencionada expresamente en el documento de mejor ejecución, haciendo referencia expresa a la existencia de procedimientos que garanticen que las transacciones se ejecutan a precios próximos al valor razonable. Asimismo, en el caso de que también se gestionen 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

19. NOVACAIXAGALICIA

Emisiones vivas

El saldo vivo total es de 1.979 millones de euros, de los que 585 millones son emisiones de 2009 en adelante. El grupo mantiene 3 emisiones vivas de PPR y 6 de OSB, coexistiendo emi-

siones posteriores a 2008 con diferenciales >500pb con emisiones antiguas con diferenciales de 0 a 50 pb.

Sistema actual y proyectos de cambio

SIC con precio en base a oferta y demanda, con precios de cruce entre 90-100%. Se señala que la entidad de liquidez cotiza precios inferiores a los de case, por lo que nunca ha actuado al negarse los clientes a sumir la pérdida. Caixagalicia ofrece depósito compensatorio a los compradores de emisiones antiguas con objeto de paliar los conflictos de interés existentes. El sistema de la antigua Caixanova otorga prioridad en el case a órdenes de la misma comarca.

Estudiando alternativas (contrato de liquidez con posición compradora permanente o SEND)

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. No se considera suficiente que la Entidad ofrezca depósitos bancarios como instrumento de compensación y gestión de los conflictos de interés en este tipo de transacciones.

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.

20. UNIMM (Caixa d'estalvis Unió de Caixes de Manlleu, Sabadell i Terrasa)

Emissiones vivas

Las entidades integradas en Unnim tienen 3 emisiones vivas de PPR anteriores a 2009 y con diferenciales en torno al 25pb. Asimismo tienen 4 emisiones de deuda subordinada, con diferenciales de hasta 600pb para las más recientes y de 25 pb para las más antiguas.

Sistema actual y proyectos de cambio

SIC con precio fijo del 100%. En alguna de las redes, se mantienen sistemas manuales con prioridad geográfica (oficina o comarca) para el case hasta su completa integración en la plataforma Unnim (2012). Sólo se acude a la entidad de liquidez por solicitud expresa del cliente.

Estudiando alternativas (SEND o sistema interno con precios próximos a valor razonable), valorando la posibilidad técnica y el cumplimiento del calendario de integración del grupo.

Política de Ejecución

La Política de mejor ejecución incluye expresamente estos productos y hace mención a los sistemas de case interno pero sólo para los productos que no cotizan. Para los admitidos en AIAF se limita a decir que actúa como transmisor de órdenes a través de ACA Valores.

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.

Fecha: 1-abril-2011

GRUPO	ENTIDAD	TIPO	AÑO DE CAUSIÓN	VERSIÓN	TIPO DE PAGO	DESCRIPCIÓN REFINANCIACIÓN	PRÓXIMO COBRO	RATIO	VALOR ESTIMADO	VALOR PRECIO	SALDO	OBSERVACIONES DATOS MERCADO	SISTEMA CASE UTILIZADO	PROPUESTA DE ACTUACIÓN		
									(mil millones de euros)	(mil millones de euros)	(mil millones de euros)					
1. Deutsche	Banco de España	OSB	2004	0	37%	Europa 3m + 31% Min. 4% Max. 7%	5.13	6B+	78.8%	901	71	343.165	SIC con precios en base a oferta y demanda	Solicitar información sobre plazo de incorporación SEIHD		
			1998	2012	F. 3.7%	FLUO	5.70	B3	100-20/11	0	102	38.661	Valoraciones en línea con las cotizaciones	Obligación de información previa sobre el valor razonable	Actualizar Política de Mejor Ejecución	
			2008	2008	6.6%	FLUO	6.60	A3	100-20/11	0	86	84.142		Completar Política de Mejor Ejecución		
Total Banco de España	BOVA	PPR	2002	0	0	Europa 3m Fin. 2011 floor de ratio 3.5%	4.00	BB+	100-20/11	343	81	443.361				
			2003	0	0	Europa 3m Fin. 2011 floor de ratio 3.5%	3.21	BBB+	100-20/11	103	100	350.000				
			2004	0	0	Europa 3m Fin. 2011 floor de ratio 3.5%	1.23	BBB+	100-20/11	41.271	100	3.820.000	SIC con P. 100% con procedimiento de valoración del valor razonable (ajustamiento continuo)	Requerir información sobre plazos de incorporación al SEIHD	Actualizar Política de Mejor Ejecución	
			2004	0	0	Europa 3m Fin. 2011 floor de ratio 3.5%	6.50	BBB+	100-20/11	51.591	100	1.020.000	En proyectos de cambio	Requerir información sobre plazos de incorporación al SEIHD	Actualizar Política de Mejor Ejecución	
			2004	0	0	F. 8.31%	PLUS	9.37	A+	100-20/11	0	178	27.917			
			2007	2013	2%	Europa 2 años de ratio 0.75 a 1.5%	1.54	0	0	2.160	100	100.000	SIC con P. 100% (no con independencia del valor teórico)	Solicitar adopción de medidas	Solicitar adopción de medidas (cuando operaciones SEIHD, actualizar y rediseñar el SEIHD)	
			2007	2018	4.5%	Europa 4 años de ratio 1.5% a 2.5%	1.84	0	0	1.074	100	82.000	Según documentación interna, si no se encuentran compensación, gestión con FCGA y actualización por cambios de mercado	SIC con P. 100% (no con independencia del valor teórico)	Solicitar adopción de medidas (cuando operaciones SEIHD, actualizar y rediseñar el SEIHD)	
			2003	2018	2%	FLUOR 0M+0.2%	1.40	0	0	34	89	18.687				
			2008	2018	7.1%	FLUO	7.50	0	0	1.559	103	200.000				
			2008	2019	4.0%	Europa 4 años de ratio 1.5% a 2.5%	5.20	0	0	477	93	20.000	Emisión en cuentas reventadas	SIC con precios en base a oferta y demanda	Solicitar adopción de medidas	
2. CAJ	Caja España de Ahorros	OSB	2004	0	10	Europa 3m + 10% Max. 15% Min. 5%	5.15	B	37-32/4	295	85	112.026	SIC con P. 100% (no con independencia del valor teórico)	Solicitar adopción de medidas		
			2004	0	7%	Europa 3m + 7%	2.18	0	0	600	100	100.000				
			2007	2018	7.5%	Europa 7 años de ratio 1.5% a 2.5%	8.23	0	0	1.231	101	200.000				
			2004	0	15	Europa 3m + 15%	1.57	CC	37-32/4	4.378	87	1.218.848				
			2001	0	7%	Europa a 3 meses + 0.25%	NRVA N/A	C	27-31/4	5.387	100	320.000	Precios significativamente inferiores a mercado	SIC con P. 100% (no con independencia del valor teórico)	Solicitar adopción de medidas	
			2002	0	20	Europa 3m + 20%	1.62	C	30-30/4	8.441	100	300.000				
			2009	0	5%	Europa 3m + 5%	7.25	C	30-30/4	3.280	100	100.000				
			2000	2015	8%	Europa 8 años de ratio 1.5% a 2.5%	2.80	0	0	101	89	8.000				
			2001	2016	8%	Europa 8 años de ratio 1.5% a 2.5%	2.60	0	0	176	99	15.074				
			3. Caixabank	CaixaBank	OSB	2002	0	67	Europa 3m + 6.7%	2.65	0	449	89	21.032		
2002	0	60				Europa 3m + 6.0%	2.65	0	458	89	25.000					
2003	2018	0				Europa 3m + 0.1%	1.32	B2	30-30/4	142	99	15.000	SIC con P. 100% (no con independencia del valor teórico)	Solicitar adopción de medidas		
2004	2015	10				Europa 3m + 10%	3.00	0	0	264	98	20.000				
2005	2016	0				Europa 3m + 0%	4.00	0	0	1.144	100	200.000				
2008	2018	0				Europa 3m + 0%	4.00	0	0	5.539	100	300.000				
2009	2018	0				Europa 3m + 0%	4.00	0	0	2.859	100	300.000				
1993	0	10				Europa 3m + 10%	1.32	B2	30-30/4	1.020	100	100.000				
2003	0	10				Europa 3m + 10%	1.32	B2	30-30/4	1.020	100	100.000				
4. Deutsche Bank	DB	OSB				2003	2013	0	Europa 3m con ratio 3% max. 5%	3.00	0	1.628	54	49.764		
			2004	2014	F. 3.80%/5%	1.72	0	0	1.058	97	31.979	Emisión 2004 cotiza en bolsa de Berlin (ultimo p.101)	No casos de venta. Riesgos asociados con el valor teórico independiente	Actualizar Política de Mejor Ejecución		
			2004	2014	F. 4.15%	4.15	0	0	8.681	99	110.000					
Total CAJ	Caja España de Ahorros	OSB	2004	2014	F. 4.15%	4.15	0	11.287	64	200.000						

Doc. 1: 2011 a 2002/2011

Grupo	Entidad	Tipo	Año de Emisión	Tipo de Emisión	Tipo de Emisión	Descripción de la Emisión	Procedimiento	Valores	Valores	Observaciones Datos Mercados	Sistema Case Utilizado	Propuesta de Activación				
								ESTIMADO	ESTIMADO							
10. Efinanc	Caja	OSB	2012	15	EURBORSA 18ES JUEVES	1.33	0	1.958	100	40.000						
			2014	15	EUR 3M hasta 10/2014, variable resto EURBORSA 3 meses	1.58	0	1.092	100	45.000						
			2014	15	EURBORSA 3m + 0.15%	1.60	0	1.272	100	39.000						
			2014	15	EURBORSA 3m + 0.15% (variable hasta 10/2014)	1.58	0	2.447	100	55.000						
			2014	15	EURBORSA 3m + 0.15%	1.58	0	689	100	31.000						
			2014	15	EURBORSA 3m + 0.15%	1.58	0	1.155	100	61.000						
			2017	10	EURBORSA 3m + 0.15%	1.81	0	2.031	100	33.481						
			2017	10	EURBORSA 3m + 0.15%	1.81	0	1.937	100	35.000						
			2017	10	EURBORSA 3m + 0.15%	1.86	0	2.231	100	35.000						
			2017	10	EURBORSA 3m + 0.15%	1.77	0	252	100	46.000						
			2018	208	EURBORSA 3m + 0.15%	3.51	0	13.777	100	200.000						
			10. Grupo Merc Nostrium	Caja Buca	PPR	2009	0	ESm+25. En julio 2011 se retiraron un total de 4% hasta 4/2013	4.00	0	1.636	100	100.000			
2004	0	ESm+25. En abril 2011 se retiraron un total de 4% hasta 5/2013				1.86	0	1.246	100	35.000						
2009	0	ESm+25. En abril 2011 se retiraron un total de 4% hasta 5/2013				1.86	0	2.489	100	100.000						
2014	50	ESm+25. En abril 2011 se retiraron un total de 4% hasta 5/2013				2.50	0	362	100	30.000						
2014	50	ESm+25. En abril 2011 se retiraron un total de 4% hasta 5/2013				2.50	0	954	100	10.000						
2013	0	Plazo de las Cajas publicado por CECA.				0.00	0	4.058	100	167.000						
2009	0	ESm+25. En abril 2011 se retiraron un total de 4% hasta 5/2013				1.86	0	5.071	100	250.000						
2014	0	ESm+25. En abril 2011 se retiraron un total de 4% hasta 5/2013				2.50	0	785	100	61.000						
2014	0	ESm+25. En abril 2011 se retiraron un total de 4% hasta 5/2013				2.50	0	3.994	100	154.000						
2018	472	ESm+25. En abril 2011 se retiraron un total de 4% hasta 5/2013				5.04	0	21.889	100	1.487.000						
7. Telecom	Inverdea	OSB				2018	37	ESm+25. En abril 2011 se retiraron un total de 4% hasta 5/2013	1.71	0	5	83	200.000			
						2019	35	ESm+25. En abril 2011 se retiraron un total de 4% hasta 5/2013	1.71	0	5.481	65	350.000			
			2019	35	ESm+25. En abril 2011 se retiraron un total de 4% hasta 5/2013	1.71	0	2.428	74	490.000						
			1999	0	ESm+25. En abril 2011 se retiraron un total de 4% hasta 5/2013	2.87	0	7.423	100	1.000.000						
			2009	0	ESm+25. En abril 2011 se retiraron un total de 4% hasta 5/2013	2.87	0	18.048	100	2.000.000						
			2005	0	ESm+25. En abril 2011 se retiraron un total de 4% hasta 5/2013	5.87	0	26.092	101	1.897.500						
			2011	6	ESm+25. En abril 2011 se retiraron un total de 4% hasta 5/2013	3.48	0	21.654	100	1.000.000						
			2012	6	ESm+25. En abril 2011 se retiraron un total de 4% hasta 5/2013	3.48	0	1.271	100	100.000						
			2019	280	ESm+25. En abril 2011 se retiraron un total de 4% hasta 5/2013	3.64	0	2.452	100	327.000						
			2010	200	ESm+25. En abril 2011 se retiraron un total de 4% hasta 5/2013	3.64	0	49.849	100	2.000.000						
			2010	200	ESm+25. En abril 2011 se retiraron un total de 4% hasta 5/2013	3.64	0	64.587	100	1.000.000						
			8. La Caixa	New Capital	OSB	2019	450	ESm+25. En abril 2011 se retiraron un total de 4% hasta 5/2013	6.00	0	240.000	100	12.458.448			
2003	0	ESm+25. En abril 2011 se retiraron un total de 4% hasta 5/2013				2.03	0	453	87	140.000						
2005	0	ESm+25. En abril 2011 se retiraron un total de 4% hasta 5/2013				2.38	0	1.707	100	198.000						
2009	0	ESm+25. En abril 2011 se retiraron un total de 4% hasta 5/2013				7.50	0	1.527	101	132.000						
2011	6	ESm+25. En abril 2011 se retiraron un total de 4% hasta 5/2013				7.50	0	1.844	94	209.000						
2012	6	ESm+25. En abril 2011 se retiraron un total de 4% hasta 5/2013				7.50	0	1.071	88	135.000						
2012	0	ESm+25. En abril 2011 se retiraron un total de 4% hasta 5/2013				1.28	0	736	97	178.000						
2013	0	ESm+25. En abril 2011 se retiraron un total de 4% hasta 5/2013				3.00	0	60	100	18.000						
2018	25	ESm+25. En abril 2011 se retiraron un total de 4% hasta 5/2013				2.98	0	397	33	30.000						
2018	0	ESm+25. En abril 2011 se retiraron un total de 4% hasta 5/2013				1.41	0	1.132	100	120.000						
2014	25	ESm+25. En abril 2011 se retiraron un total de 4% hasta 5/2013				1.45	0	1.025	100	120.000						
2014	0	ESm+25. En abril 2011 se retiraron un total de 4% hasta 5/2013				2.14	0	1.133	100	220.000						
2015	3.125.0	ESm+25. En abril 2011 se retiraron un total de 4% hasta 5/2013	3.12	0	136	90	310.000									
2019	260.720	ESm+25. En abril 2011 se retiraron un total de 4% hasta 5/2013	3.97	0	132	91	30.000									

Datos Tabla a 30/09/2011

GRUPO	ENTIDAD	TIPO	AÑO DE EMISIÓN	VEREDICCIÓN INT	TIPO FLUJO / SPREAD	DESCRIPCIÓN REFINANCIACIÓN	PRÓXIMO COBRO	TÉRMINO	VALOR ESTIMADO	VOLUMEN de Cobros de último periodo	PRECIO MEDIO O ULTIMO	SALDO VIVO	COMENTARIOS DATOS MERCADO	SISTEMA CASE UTILIZADO	PROPIEDAD DE ACTIVACIÓN				
20 Uruen	Uruen	PPR	2004	0	0	CONVENIO 2 años 2.31% vta. 2.31% vta. 2.31% vta.	1.50	0	0	455	100	100							
			2004	0	20	Hasta 2005 F 3% Despus Euro3 Jun 20	7.96	0	0	369	100	100	18.000						
			2004	0	20	Hasta 2005 F 3% Despus Euro3 Jun 20	1.86	0	0	1.179	100	100	25.000						
			2004	0	20	Hasta 2005 F 3% Despus Euro3 Jun 20	1.86	0	0	1.179	100	100	25.000						
			2004	0	20	Hasta 2005 F 3% Despus Euro3 Jun 20	1.86	0	0	1.179	100	100	25.000						
			2004	0	20	Hasta 2005 F 3% Despus Euro3 Jun 20	1.86	0	0	1.179	100	100	25.000						
			2004	0	20	Hasta 2005 F 3% Despus Euro3 Jun 20	1.86	0	0	1.179	100	100	25.000						
			2004	0	20	Hasta 2005 F 3% Despus Euro3 Jun 20	1.86	0	0	1.179	100	100	25.000						
			2004	0	20	Hasta 2005 F 3% Despus Euro3 Jun 20	1.86	0	0	1.179	100	100	25.000						
			2004	0	20	Hasta 2005 F 3% Despus Euro3 Jun 20	1.86	0	0	1.179	100	100	25.000						
2004	0	20	Hasta 2005 F 3% Despus Euro3 Jun 20	1.86	0	0	1.179	100	100	25.000									
Entidades de estadística no financieras	Educa	PPR	2003	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0						
			2003	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0						
			2003	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0					
			2003	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0					
			2003	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0					
			2003	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0					
			2003	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0					
			2003	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0					
			2003	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0					
			2003	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0					
Total No entidades financieras	Educa	PPR	2003	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0						
			2003	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0					
			2003	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0					
			2003	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0					
			2003	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0					
			2003	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0					
			2003	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0					
			2003	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0					
			2003	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0					
			2003	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0					

Total No entidades financieras